

D É C I S I O N

QUÉBEC

RÉGIE DE L'ÉNERGIE

D-2010-147

R-3724-2010

26 novembre 2010

PRÉSENTS :

Louise Rozon
Richard Carrier
Lise Duquette
Régisseurs

Gazifère Inc.

Demanderesse

et

Intervenants dont les noms apparaissent ci-après

Décision relative à la Phase 2 – Taux de rendement – et à la Phase 4 – Plan d’approvisionnement pour l’exercice 2011 et tarifs à compter du 1^{er} janvier 2011

Demande relative au renouvellement du mécanisme incitatif, à la fermeture réglementaire des livres pour la période du 1^{er} janvier 2009 au 31 décembre 2009, à l’approbation du plan d’approvisionnement pour l’exercice 2011 et à la modification des tarifs de Gazifère Inc. à compter du 1^{er} janvier 2011

Régie de l'énergie
DOSSIER: R-3752-2011
DÉPOSÉE EN AUDIENCE Phase 2
Date: 16 Sept 2011
Pièces n°: 13.288

Intervenants :

- Association coopérative d'économie familiale de l'Outaouais (ACEFO);
- Association des consommateurs industriels de gaz (ACIG);
- Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (section Québec) (FCEI);
- Groupe de recherche appliquée en macroécologie (GRAME);
- Stratégies énergétiques et Association québécoise de lutte contre la pollution atmosphérique (S.É./AQLPA);
- Union des municipalités du Québec (UMQ).

TABLE DES MATIÈRES

1. INTRODUCTION.....	7
1.1 Demande.....	7
1.2 Historique de la Phase 2.....	7
1.3 Historique de la Phase 4.....	8
1.4 Conclusions recherchées.....	9
2. TAUX DE RENDEMENT (PHASE 2).....	11
2.1 Cadre juridique.....	11
2.2 Modèles utilisés pour établir le coût de l'avoir propre.....	12
2.2.1 Taux sans risque.....	17
2.2.2 Prime de risque du marché.....	18
2.2.3 Risque d'un distributeur repère.....	19
2.2.4 Risque de Gazifère.....	20
2.2.5 Frais d'émission et autres coûts d'accès aux marchés des capitaux.....	24
2.2.6 Résultats des autres modèles.....	25
2.2.7 Comparaison avec les distributeurs américains.....	25
2.2.8 Résultats de l'analyse.....	28
2.3 Formule d'ajustement automatique.....	29
2.4 Coût de la dette.....	34
2.5 Conclusion.....	38
2.6 Opinion du régisseur Richard Carrier en ce qui a trait au taux de rendement.....	39
3. PLAN D'APPROVISIONNEMENT GAZIER POUR L'EXERCICE 2011 (PHASE 4).....	56
4. REVENUS REQUIS DE DISTRIBUTION DE 2011 (PHASE 4).....	59
4.1 Application du mécanisme incitatif.....	59
4.2 Exclusions.....	61
4.3 Compte de stabilisation du gaz naturel perdu.....	62

4.3.1	Évaluation du gaz naturel perdu.....	62
4.3.2	Taux de gaz naturel perdu.....	63
5.	PRÉVISION DE LA DEMANDE DE GAZ NATUREL (PHASE 4).....	63
6.	INVESTISSEMENTS RELIÉS AUX PROJETS D'EXTENSION ET DE MODIFICATION DU RÉSEAU INFÉRIEURS À 450 000 \$ (PHASE 4).....	68
7.	MÉTHODE DE RÉCUPÉRATION DES REVENUS ADDITIONNELS REQUIS DE DISTRIBUTION (PHASE 4).....	69
8.	BUDGETS VOLUMÉTRIQUE ET MONÉTAIRE DU PGEÉ (PHASE 4).....	71
8.1	Résultats au 30 juin 2010.....	71
8.2	Approbation des budgets volumétrique et monétaire.....	72
8.3	Analyse économique des programmes.....	75
8.4	Mécanisme incitatif axé sur le PGEÉ.....	76
8.5	Compte d'aide à la substitution des énergies polluantes (CASEP).....	78
8.6	Suivi de décisions antérieures de la Régie.....	82
8.7	Modifications aux programmes.....	86
9.	CHARGES LIÉES AU COÛT DU GAZ NATUREL.....	87
10.	SUIVI DES DÉCISIONS ANTÉRIEURES.....	87
11.	AJUSTEMENT FINAL DES TARIFS 2011.....	88
	DISPOSITIFS.....	88
	ANNEXE 1.....	93

1. INTRODUCTION

1.1 DEMANDE

[1] Le 4 mars 2010, Gazifère Inc. (Gazifère ou le distributeur) dépose à la Régie de l'énergie (la Régie), en vertu des articles 31 (1) (5), 32, 34, 48, 49, 72 et 73 de la *Loi sur la Régie de l'énergie*¹ (la Loi), de l'article 1 du *Règlement sur les conditions et les cas requérant une autorisation de la Régie de l'énergie*² et de l'article 4 du *Règlement sur la teneur et la périodicité du plan d'approvisionnement*³, une demande relative à l'approbation du renouvellement de son mécanisme incitatif, à la fermeture réglementaire de ses livres pour la période du 1^{er} janvier 2009 au 31 décembre 2009, à l'approbation de son plan d'approvisionnement pour l'exercice 2011, à la modification de ses tarifs et à l'approbation de certaines autres conditions auxquelles le gaz naturel sera fourni, transporté ou livré aux consommateurs à compter du 1^{er} janvier 2011.

[2] Le 16 mars 2010, la Régie rend la décision D-2010-028, par laquelle elle avise qu'elle procédera à l'examen de cette demande en quatre phases. La première phase porte sur le renouvellement du mécanisme incitatif et sur les taux d'amortissement, la deuxième sur le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire, la troisième sur la fermeture réglementaire des livres et la quatrième sur le plan d'approvisionnement et la modification des tarifs.

[3] La présente décision porte sur les demandes de Gazifère visées par les deuxième et quatrième phases (Phases 2 et 4).

1.2 HISTORIQUE DE LA PHASE 2

[4] Dans sa décision D-2010-028, la Régie fixe la procédure et l'échéancier de traitement des sujets visés par la Phase 2.

¹ L.R.Q., c. R-6.01.

² (2001) 133 G.O. II, 6165.

³ (2001) 133 G.O. II, 6037.

[5] Le 26 mars 2010, la Régie modifie l'échéancier de traitement de la Phase 2 pour tenir compte de certaines contraintes du distributeur⁴.

[6] Le 7 avril 2010, la Régie rend la décision D-2010-037, par laquelle elle accorde le statut d'intervenant à l'ACEFO, l'ACIG, la FCEI, le GRAME, S.É./AQLPA et l'UMQ et établit les budgets de participation pour les Phases 1 et 2. Elle accueille favorablement la proposition des groupes représentant les consommateurs de se regrouper pour déposer une preuve sur la question du taux de rendement dans le cadre de la Phase 2.

[7] Le 10 juin 2010, les intervenants déposent leur preuve⁵.

[8] L'audience a lieu les 31 août, 1^{er} et 2 septembre 2010 à Montréal.

[9] Le 3 septembre 2010, Gazifère dépose ses réponses aux engagements qu'elle a souscrits lors de l'audience du 1^{er} septembre 2010⁶.

[10] Les demandes visées par la Phase 2 sont prises en délibéré à compter du 3 septembre 2010.

1.3 HISTORIQUE DE LA PHASE 4

[11] Le 22 juillet 2010, Gazifère dépose son plan d'approvisionnement pour l'exercice 2011⁷.

[12] Le 30 août 2010, Gazifère dépose une demande amendée qui porte sur les sujets visés par la Phase 4 ainsi que les pièces à son soutien⁸.

[13] Le 2 septembre 2010, la Régie rend la décision D-2010-118, par laquelle elle fixe la procédure et l'échéancier de traitement de cette demande.

⁴ Pièces A-2 et B-2.

⁵ Pièces C-1-15 et C-2-13.

⁶ Pièce B-38.

⁷ Pièce B-29.

⁸ Pièce B-35.

[14] Le 17 septembre 2010, la Régie rend la décision D-2010-125, par laquelle elle établit les budgets de participation des intervenants pour la Phase 4.

[15] Le 13 octobre 2010, les intervenants déposent leur preuve⁹.

[16] L'audience a lieu les 1^{er}, 2 et 4 novembre 2010 à Montréal.

[17] Le 5 novembre 2010, Gazifère dépose ses réponses à un engagement qu'elle a souscrit lors de l'audience¹⁰.

[18] Les demandes visées par la Phase 4 sont prises en délibéré à compter du 5 novembre 2010.

1.4 CONCLUSIONS RECHERCHÉES

[19] Les conclusions recherchées par Gazifère pour la Phase 2, selon la demande du 4 mars 2010, sont les suivantes :

« **PHASE II - TAUX DE RENDEMENT**

APPROUVER, pour l'année témoin 2011, un taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de 11,25 %;

APPROUVER la formule proposée par Gazifère pour l'établissement du taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire, dans le rapport déposé comme pièce GI-4, document 1, pour application à compter de l'année témoin 2012. »

[20] Les conclusions recherchées par Gazifère pour la Phase 4, selon la demande amendée du 30 août 2010, sont les suivantes :

⁹ Pièces C-1-32, C-3-25, C-4-14, C-5-16 et C-6-17.

¹⁰ Pièce B-54.

« PHASE IV - PLAN D'APPROVISIONNEMENT ET MODIFICATION DES TARIFS

ACCUEILLIR la demande d'approbation du plan d'approvisionnement;

APPROUVER le plan d'approvisionnement de Gazifère pour l'exercice 2011, présenté à la pièce GI-33, document 1, tel que prévu à l'article 72 de la Loi;

ACCUEILLIR [la] demande amendée de modification des tarifs;

MODIFIER les tarifs de la Demanderesse, à compter du 1^{er} janvier 2011, de façon à ce qu'ils puissent générer les revenus de distribution établis suite à l'application de la formule approuvée par la Régie dans le cadre de la phase I du présent dossier;

APPROUVER les paramètres utilisés et le calcul fait par Gazifère pour établir les revenus requis de distribution pour l'année témoin 2011;

APPROUVER les charges réglementaires ainsi que les charges liées au PGEÉ et à la quote-part versée à l'Agence de l'efficacité énergétique, prévues par la Demanderesse pour l'année témoin 2011, telles que présentées à la pièce GI-35, document 2.3, et **AUTORISER** la Demanderesse à inclure ces montants dans l'établissement du revenu requis de l'année témoin 2011 à titre d'exclusion ;

APPROUVER les soldes des comptes différés relatifs aux charges réglementaires, aux programmes d'efficacité énergétique et à la quote-part versée à l'Agence de l'efficacité énergétique (compte d'écart 2009), tels que présentés à la pièce GI-35, document 2.3;

AUTORISER la Demanderesse à inclure les soldes de ces comptes différés dans l'établissement du revenu requis de l'année témoin 2011 à titre d'exclusion;

AUTORISER la Demanderesse à inclure les montants liés à ses propositions de mécanisme incitatif axé sur le PGEÉ et d'introduction d'un CASEP dans l'établissement du revenu requis de l'année témoin 2011 à titre d'exclusion;

APPROUVER les modalités, objectifs et budgets volumétrique et monétaire associés aux programmes du PGEÉ de Gazifère pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2011;

AUTORISER les projets d'extension et de modification du réseau de la Demanderesse détaillés à la pièce GI-34, document 2, à l'exclusion de tout projet dont le coût est égal ou supérieur au seuil de 450 000 \$ énoncé dans le Règlement sur les conditions et les cas requérant une autorisation préalable de la Régie de l'énergie et qui exigerait une autorisation préalable de la Régie en vertu de l'article 73 de la Loi et dudit règlement.

APPROUVER le taux de gaz perdu établi par Gazifère pour l'année témoin 2011. »

[21] Lors de l'audience du 1^{er} novembre 2010, Gazifère indique que le revenu requis de distribution pour l'année témoin 2011 sera mis à jour pour refléter la décision que la Régie rendra dans le cadre de la Phase 4. Elle précise que le taux de rendement qui sera autorisé par la Régie dans le cadre de la Phase 2 pour l'année témoin 2011 aura un impact sur le revenu additionnel requis de distribution mais ne modifiera pas les autres conclusions qu'elle recherche¹¹.

2. TAUX DE RENDEMENT (PHASE 2)

2.1 CADRE JURIDIQUE

[22] En vertu de l'article 31 de la Loi, la Régie réglemente les activités de distribution de gaz naturel au Québec, dont celles pour lesquelles Gazifère détient un droit exclusif.

[23] Lorsque la Régie fixe un tarif de gaz naturel, ce dernier doit être juste et raisonnable [article 49 (7)]. Le tarif qu'elle fixe doit permettre l'atteinte, par le distributeur, d'un rendement raisonnable sur la base de tarification [article 49 (3)]. De plus, la Régie doit procéder à cet exercice en s'assurant du respect des ratios financiers [article 49 (5)]. Les tarifs ne doivent toutefois pas prévoir des taux plus élevés ou des conditions plus onéreuses qu'il n'est nécessaire pour permettre, notamment, de couvrir les coûts de capital et d'exploitation, de maintenir la stabilité du distributeur et le développement normal de son réseau de distribution ou d'assurer un rendement raisonnable sur la base de tarification (article 51).

[24] Dans sa décision D-2009-156¹², la Régie précisait son rôle et ses pouvoirs lorsqu'elle fixe un taux de rendement pour un distributeur. Après avoir passé en revue la jurisprudence élaborée au cours des ans par les tribunaux supérieurs canadiens et américains, la Régie rappelait les trois critères qui ont été historiquement reconnus par les

¹¹ Pièce A-49-1, page 18.

¹² Dossier R-3690-2009.

régulateurs comme fondant la norme du rendement raisonnable, soit les critères de l'investissement comparable, de l'intégrité financière et de l'attraction des capitaux. La norme du rendement raisonnable et les trois critères la fondant n'ont fait l'objet d'aucun débat en la présente instance.

[25] Selon ces trois critères, pour être raisonnable, un taux de rendement sur le capital doit :

- être comparable à celui que rapporterait le capital investi dans une autre entreprise présentant un risque analogue (critère de l'investissement comparable);
- permettre à l'entreprise d'attirer des capitaux additionnels à des conditions raisonnables (critère de l'effet d'attraction de capitaux);
- permettre à l'entreprise réglementée de préserver son intégrité financière (critère de l'intégrité financière).

[26] Dans sa décision D-2009-156, la Régie concluait que ces critères font consensus et qu'ils peuvent servir de guide dans l'exercice de sa juridiction à l'égard de la fixation d'un taux de rendement raisonnable.

[27] Par ailleurs, dans cette même décision, la Régie considérait que son devoir est de déterminer un taux de rendement raisonnable et que la méthode qu'elle utilise relève de sa discrétion. À cet égard, la Régie rappelait que les tribunaux ont reconnu la grande latitude et la discrétion des organismes de régulation dans le choix de la meilleure méthode pour fixer un taux de rendement raisonnable sur l'avoir de l'actionnaire.

2.2 MODÈLES UTILISÉS POUR ÉTABLIR LE COÛT DE L'AVOIR PROPRE

[28] Les experts entendus lors de l'audience utilisent des approches et des modèles différents pour recommander un taux de rendement raisonnable sur l'avoir de l'actionnaire pour Gazifère.

[29] L'expert de Gazifère, Mme Kathleen McShane, applique, pour l'évaluation du coût de l'avoir propre, plusieurs modèles de type « prime de risque », dont le modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉAF), le modèle d'actualisation des flux monétaires (AFM) avec une et deux variables et enfin, le modèle basé sur l'historique de la prime de risque d'un distributeur repère. Elle termine son exposé avec une estimation du rendement

requis obtenue à l'aide de la méthode directe du modèle AFM en ayant recours à plusieurs variantes.

[30] L'expert de l'ACIG, le D^r Laurence D. Booth, utilise le MÉAF ainsi qu'un modèle à deux facteurs portant sur la prime de risque du marché et la prime de risque des obligations de long terme du Canada.

[31] Le MÉAF est représenté par l'équation suivante :

$$K = R_f + \beta*(R_m - R_f)$$

[32] Cette équation représente le taux de rendement (K) qu'un investisseur s'attend à recevoir d'un placement effectué sur un titre comportant un certain risque. Le rendement attendu pour ce titre (K) correspond au rendement qui pourrait être obtenu par un investissement sans risque (R_f), auquel est ajoutée une prime de risque. Cette prime, propre au titre évalué, est proportionnelle au risque du marché ($R_m - R_f$). Ce dernier est estimé par la différence entre le rendement généré par un portefeuille de titres diversifié (R_m) et celui d'un investissement sans risque (R_f). La relation proportionnelle entre le risque du marché et le risque associé au titre est exprimée par le facteur bêta (β).

[33] Le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire résultant des calculs du D^r Booth en vertu des modèles qu'il utilise est de 7,75 %, avant la prise en compte des frais d'émission et de l'ajustement pour le risque de Gazifère. Le D^r Booth recommande pour Gazifère un taux de rendement autorisé sur l'avoir de l'actionnaire de 8,5 %.

[34] Le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire résultant des calculs de Mme McShane en vertu du MÉAF est de 9,25 % lors du dépôt de sa preuve et de 8,71 % lors de sa mise à jour à l'audience, avant la prise en compte des frais d'émission et de l'ajustement pour le risque de Gazifère.

[35] Le modèle prime de risque basé sur le modèle AFM selon une ou deux variables (méthode indirecte) vise à estimer la prime de risque des sociétés réglementées à partir d'un échantillon de sociétés américaines. Selon le modèle AFM, le coût de l'avoir propre mensuel est estimé à partir de la somme de deux éléments : d'une part, le consensus des analystes financiers à l'égard des prévisions de croissance normalisée à long terme des profits et, d'autre part, le rendement attendu du dividende. La prime de risque, quant à

elle, est égale à la différence entre la moyenne mensuelle du coût de l'avoir propre de l'échantillon et le rendement à la fin du mois correspondant aux obligations de 30 ans du gouvernement américain¹³.

[36] En appliquant le modèle AFM, Mme McShane fait deux régressions linéaires pour ajuster la prime de risque résultant de son estimation. Dans un premier temps, elle utilise le taux de rendement des obligations de 30 ans du gouvernement des États-Unis comme variable explicative. Dans un deuxième temps, elle ajoute une seconde variable explicative correspondant à l'écart de rendement entre les obligations à long terme des sociétés réglementées américaines de cote de crédit A et les obligations de 30 ans du gouvernement des États-Unis.

[37] Le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire résultant des calculs de Mme McShane en vertu de ce modèle est de 9,40 % lors du dépôt de sa preuve et de 9,10 % lors de sa mise à jour à l'audience, avant la prise en compte des frais d'émission et de l'ajustement pour le risque de Gazifère.

[38] Le modèle basé sur l'historique de la prime de risque des sociétés réglementées se calcule à partir des rendements réalisés des sociétés réglementées canadiennes et américaines. Mme McShane utilise un rendement moyen réalisé de 11,5 % pour ces sociétés réglementées. Par la suite, elle soustrait de ce résultat la prévision à long terme du taux de rendement des obligations de 30 ans du gouvernement du Canada, qui est de 5,25 %. La prime de risque des sociétés réglementées qu'elle en déduit est donc de 6,25 %. Enfin, elle additionne cette prime de risque à sa prévision du taux de rendement des obligations de 30 ans du gouvernement du Canada pour l'année 2011, qu'elle établit à 4,75 %.

[39] Le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire résultant des calculs de Mme McShane en vertu de ce modèle est de 11 % lors du dépôt de sa preuve et de 10,40 % lors de sa mise à jour à l'audience, avant la prise en compte des frais d'émission et de l'ajustement pour le risque de Gazifère.

¹³ Pièce B-1, GI-4, document 1, page 51.

[40] Comme alternative aux méthodes de type « prime de risque », Mme McShane estime de façon directe le rendement attendu à l'aide du modèle AFM. Ce modèle indique que le prix P d'une action est égal à la valeur actualisée au taux k de ses dividendes futurs qui croissent indéfiniment au taux g .

Le modèle AFM s'exprime donc par l'équation :

$$P = D_1 / (k - g)$$

ou, écrit d'une autre façon :

$$k = D_1 / P + g$$

où

k = taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire

D_1 = dividende versé à l'année 1

P = prix au marché de l'action

g = taux de croissance des dividendes

[41] Le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire résultant des calculs de Mme McShane en vertu de ce modèle est de 10 % lors du dépôt de sa preuve et est demeuré le même lors de sa mise à jour à l'audience, avant la prise en compte des frais d'émission et de l'ajustement pour le risque de Gazifère.

[42] Mme McShane conclut que, selon les modèles de type « prime de risque » et AFM, le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire résultant de ses calculs est de 10 % lors du dépôt de sa preuve et de 9,70 % lors de sa mise à jour à l'audience, avant la prise en compte des frais d'émission et de l'ajustement pour le risque de Gazifère.

[43] Mme McShane recommande pour Gazifère un taux de rendement autorisé sur l'avoir de l'actionnaire de 11,25 % lors du dépôt de sa preuve et de 10,95 % lors de sa mise à jour à l'audience.

[44] La Régie s'étonne du résultat produit par le modèle basé sur l'historique de la prime de risque d'un distributeur repère proposé par Mme McShane. En effet, la Régie constate un écart important entre le résultat de 6,25 % pour la prime de risque d'un distributeur repère alors que, dans l'application du MÉAF présenté par l'experte, cette prime est de 4,56 % sur la base d'une prime de risque du marché de 6,25 % et d'un bêta de 0,68.

[45] Toutefois, en audience¹⁴, Mme McShane précise que la Régie doit regarder ces tests individuellement et reconnaître qu'ils apportent une perspective différente de ce que le rendement pourrait être. Par ailleurs, Mme McShane précise que si le MÉAF fonctionne parfaitement, alors la prime de risque des sociétés réglementées devrait être inférieure à la prime de risque du marché. La Régie juge néanmoins que la prime de risque d'un distributeur repère, produit à partir du modèle basé sur l'historique de cette prime de risque, est élevée.

[46] Quant au modèle AFM, la Régie est d'avis que ce modèle comporte certaines difficultés pratiques, notamment quant à l'estimation du taux de croissance des dividendes des titres choisis. La Régie note que l'application de ce modèle, que ce soit par la méthode directe ou indirecte, se fait à partir de données américaines uniquement. La Régie note également que l'application de la méthode indirecte du modèle AFM se fait à partir des rendements réalisés des sociétés de gestion américaines qui incluent des actifs réglementés et non réglementés.

[47] **En regard de la preuve soumise, la Régie retient principalement, aux fins de sa décision, le modèle d'évaluation des actifs financiers.** Il s'agit de l'approche retenue par la Régie dans ses décisions antérieures. De plus, ce modèle est reconnu et utilisé tant dans les milieux de la finance que par la majorité des experts témoignant devant les organismes de réglementation.

[48] L'utilisation de ce modèle comporte cependant, dans le contexte actuel, des difficultés que la Régie aborde plus en détails dans les sections suivantes.

¹⁴ Pièce A-35-2, pages 27 à 30.

[49] Par mesure de prudence, comme aucun modèle ne peut reproduire parfaitement à lui seul les attentes de rendement des investisseurs, la Régie prend en considération, aux fins de son appréciation du taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère, les résultats des autres modèles de type « prime de risque » et AFM de Mme McShane ainsi que du modèle multifacteur utilisé par le D^r Booth. La Régie traite plus en détails de ce sujet à la section 2.2.6.

2.2.1 TAUX SANS RISQUE

[50] L'application du MÉAF requiert l'établissement d'un taux sans risque (R_f) auquel s'ajoutera la prime de risque de l'entreprise. Selon la pratique usuelle dans la réglementation canadienne, le taux sans risque utilisé est celui des obligations de long terme de 30 ans du gouvernement du Canada.

[51] Mme McShane révisé son taux sans risque lors de l'audience à 4,15 % pour l'application des modèles de type « prime de risque »¹⁵. Ce taux est établi sur la base du Consensus Foccasts du mois d'août 2010¹⁶.

[52] Le D^r Booth appuie son jugement sur une hypothèse de croissance économique normale et un taux d'inflation de 2 %. Il retient un taux sans risque de 4,5 %.

[53] Enfin, selon la méthode d'établissement habituelle découlant du Consensus Forecasts du mois d'octobre 2010 et de l'écart entre le rendement des obligations du gouvernement du Canada de 10 ans et de 30 ans pour le mois précédent, le taux sans risque se situe à 3,644 %, tel que déposé par Gazifère¹⁷.

[54] Sur la base de la preuve au dossier, la Régie établit le taux sans risque dans une fourchette variant de 4,15 % à 4,50 %.

¹⁵ Ce taux était établi à 4,7 % lors du dépôt de sa preuve.

¹⁶ Consensus Forecasts, 9 août 2010.

¹⁷ Pièce B-45, GI-30, document 5, page 1. Cette pièce a été déposée le 18 octobre 2010.

2.2.2 PRIME DE RISQUE DU MARCHÉ

[55] Le MÉAF requiert l'établissement de la prime de risque du marché ($R_m - R_f$) en fonction de laquelle sera établie la prime de risque d'une entreprise réglementée type, communément appelée un distributeur repère.

[56] Selon Mme McShane, la prime de risque du marché se situe à 6,75 %. Elle est d'avis que la prime de risque sera plus élevée que la moyenne historique, compte tenu que les rendements futurs des obligations seront plus faibles que ceux observés historiquement et que les rendements futurs, dans le marché boursier, seront semblables à ceux observés historiquement. Enfin, selon cette experte, les effets de la crise financière dans les marchés des capitaux seraient chose du passé¹⁸.

[57] Le D^r Booth présente des estimations de la prime de risque du marché à partir de séries de données couvrant des périodes débutant en 1926 et en 1957 et se terminant en 2009. Il établit ses estimations à partir des moyennes arithmétique et géométrique et de la méthode des moindres carrés ordinaires. Il recommande une prime de risque du marché de 5,5 %. Sa recommandation est corroborée par une étude du professeur Fernandez. Les résultats de cette étude ont été établis à partir des opinions d'un échantillon de professeurs de finance, d'analystes financiers et de dirigeants de sociétés¹⁹.

[58] Le D^r Booth considère la reprise économique fragile et les écarts de crédit supérieurs à ce qu'ils devraient être dans un cycle économique normal. Il recommande un ajustement de 50 points de base pour les effets liés à la crise financière.

[59] Dans sa décision D-2009-156²⁰, la Régie, aux fins d'estimer la prime de risque du marché, utilisait des proportions égales pour les données canadiennes et pour les données américaines. En tenant compte de la preuve au présent dossier, la Régie utilise la même approche.

[60] La Régie maintient l'établissement de la prime de risque du marché sur la base de la moyenne arithmétique des rendements observés sur les marchés. Le choix des périodes de référence pour établir la prime de risque soulève cependant certains enjeux. En effet, la

¹⁸ Pièce A-35-1, page 32.

¹⁹ Pièce C-2-13, preuve du D^r Booth, pages 40 à 42.

²⁰ Dossier R-3690-2009, page 62.

moyenne calculée peut différer sensiblement selon l'année de départ et de fin et la série de données retenues. Dans ce contexte, la Régie choisit d'accorder une prépondérance aux moyennes de longues périodes.

[61] Sur la base de la preuve au dossier, la Régie établit la prime de risque du marché, avant prise en considération des effets de la crise financière, dans une fourchette variant de 5,50 % à 5,75 %.

[62] En ce qui a trait aux effets de la crise financière, la Régie retient le point de vue du D^r Booth selon lequel la reprise économique est fragile et que les écarts de crédit sont encore supérieurs à ce qu'ils devraient être dans un cycle économique normal.

[63] Compte tenu de la preuve au dossier et de l'objectif de maintenir un accès au marché à des conditions raisonnables, la Régie juge qu'il y a lieu d'octroyer, dans les circonstances du présent dossier, un ajustement pour tenir compte des effets de la crise financière.

[64] Par conséquent, la Régie établit, pour tenir compte des effets de la crise financière, une majoration de la prime de risque du marché dans une fourchette variant de 0,50 % à 1 %.

2.2.3 RISQUE D'UN DISTRIBUTEUR REPÈRE

[65] Le D^r Booth et Mme McShane présentent une estimation du risque d'un distributeur repère, soit une société de service public présentant un niveau de risque faible. Le risque d'un distributeur repère est mesuré par le facteur bêta (β). Celui-ci représente le différentiel de risque entre la société repère et le marché en général.

[66] L'établissement du bêta comporte des difficultés importantes. Ces difficultés ont trait, entre autres, à l'établissement d'un échantillon de référence représentatif du risque des sociétés réglementées ainsi qu'à l'obtention de séries de données valables pour procéder à une estimation robuste.

[67] Mme McShane présente un bêta ajusté se situant dans une fourchette de 0,65 à 0,70 calculé à partir de différents tests. Elle présente également un bêta brut de 0,44 calculé par Bloomberg à partir d'un échantillon de sociétés canadiennes.

[68] Le D^r Booth présente divers estimés basés sur les données récentes, mais souligne qu'il est nécessaire de faire preuve de jugement et propose donc d'établir le bêta d'un distributeur repère sur la base de la moyenne historique, qu'il évalue entre 0,45 et 0,55.

[69] Mme McShane utilise des bêtas ajustés pour tenir compte des recherches empiriques montrant la tendance des bêtas à converger vers 1. Le D^r Booth soutient plutôt que les bêtas des sociétés réglementées convergent vers leur propre moyenne et non vers 1.

[70] Après examen, la Régie maintient la position exprimée dans ses décisions antérieures²¹ voulant que les bêtas des sociétés réglementées convergent vers la moyenne qui leur est propre et non vers celle du marché qui, par définition, est égale à un 1.

[71] Sur la base de la preuve au dossier, la Régie établit le bêta d'un distributeur repère dans une fourchette de 0,50 à 0,55.

2.2.4 RISQUE DE GAZIFÈRE

[72] Le risque d'affaires de Gazifère par rapport au risque d'un distributeur repère a fait l'objet d'un examen approfondi en 1999. Dans le cadre du présent dossier, la Régie réexamine ce risque.

[73] Un témoin de Gazifère, Mme Vandal-Parent, mentionne, lors de l'audience, que les liens d'affaires créés avec les entrepreneurs en construction pourraient s'effriter en raison de la retraite potentielle de ces derniers. En effet, la croissance soutenue qu'a connue Gazifère ces dernières années dans le secteur résidentiel serait le résultat, entre autres, des

²¹ Décision D-2009-156, dossier R-3690-2009; décision D-2007-116, dossier R-3630-2007; décision D-2003-93, dossier R-3492-2002 Phase 1 et décision D-2002-95, dossier R-3401-98.

liens d'affaires entretenus par Gazifère avec ces entrepreneurs. Si ceux-ci devaient prendre leur retraite, Gazifère pourrait voir sa croissance limitée²².

[74] Selon Mme McShane, le risque d'affaires pour l'investisseur est l'incertitude liée à la réalisation du rendement sur son capital ainsi qu'à la récupération de son capital.

[75] Mme McShane indique que Gazifère est une petite société réglementée pour laquelle aucun comparable direct n'existe. Elle utilise son jugement pour quantifier le risque additionnel de Gazifère par rapport au risque d'un distributeur repère.

[76] Elle présente un tableau des décisions des régulateurs canadiens. Elle admet la circularité de cette comparaison mais soutient que cette information demeure utile aux fins de son analyse.

[77] Par la suite, Mme McShane discute du concept d'isolement. Ce concept permet d'établir, sur une base théorique, quel serait le coût des capitaux de Gazifère si celle-ci était une société totalement indépendante. Cette approche repose sur le principe économique des coûts d'opportunité où le coût de chaque ressource, capital compris, est celui qui correspond à ses alternatives. Il en découle que le coût des capitaux propres est équivalent au coût d'opportunité pour les investisseurs, un coût ajusté selon le risque, peu importe l'identité de ces investisseurs. Ainsi, les facteurs pertinents dont on doit tenir compte pour établir le coût du capital de Gazifère sont les alternatives offertes aux investisseurs ainsi que les risques et les rendements associés à ces alternatives. Selon elle, en raison de sa petite taille, Gazifère ne pourrait obtenir une cote de crédit plus élevée que BBB.

[78] À partir de ce concept d'isolement, elle utilise le MÉAF et le modèle AFM pour établir une fourchette entre 50 et 80 points de base de risque additionnel pour une société réglementée de cote BBB par rapport à un distributeur repère de cote A.

[79] Mme McShane s'appuie également sur une étude d'Ibbotson Associates pour estimer le risque additionnel d'une petite société. Cette étude démontre que les petites sociétés ont des bêtas plus élevés que les grandes sociétés. Selon cette étude, l'écart entre les bêtas des petites et moyennes sociétés devraient être de 0,32. Au total, le risque additionnel associé à une petite société est d'environ 200 points de base. Il faut noter,

²² Pièce A-35-1, page 19.

cependant, que cette étude porte sur l'ensemble des sociétés et non uniquement sur les sociétés réglementées.

[80] En conclusion, Mme McShane recommande une prime de risque additionnelle de 50 points de base par rapport à un distributeur repère.

[81] L'ACIG indique que la preuve ne démontre pas un risque accru particulièrement élevé pour Gazifère, surtout par rapport à ce qu'il était en 1999. Les preuves respectives de l'expert et de l'analyste de l'intervenante tendent à démontrer que ce risque est largement atténué.

[82] En effet, selon l'analyse de l'ACIG, plusieurs facteurs démontrent que le risque d'affaires de Gazifère est réduit comparativement à 1999. L'intervenante note la nouvelle composition de la clientèle et le développement de l'économie de service dans la région de la Capitale nationale du Canada en relation avec la réduction de la dépendance de Gazifère envers le secteur industriel.

[83] Selon l'intervenante, Gazifère exploite sa franchise de distribution dans un environnement économique favorable et supérieur à la moyenne. De plus, Gazifère a démontré une très bonne capacité à excéder son rendement autorisé, même pendant la récente crise financière.

[84] L'ACIG note également que la composition de la clientèle de Gazifère est constituée à 93 % de clients qui utilisent le gaz naturel pour le chauffage de l'espace et de l'eau et qui ne peuvent aisément passer à une autre source d'énergie. Ces clients sont captifs et plus difficiles à perdre que des clients industriels interruptibles qui ont la capacité d'avoir recours à des sources d'énergie alternatives. De plus, la composition de sa clientèle actuelle rend le distributeur moins dépendant envers les clients industriels qui représentent maintenant seulement 6 % de ses revenus, incluant 4,5 % pour le secteur des pâtes et papiers.

[85] L'ACIG constate que la situation concurrentielle de Gazifère, en raison du prix actuel du gaz naturel, est avantageuse par rapport à l'huile à chauffage. La situation concurrentielle de Gazifère s'est également améliorée depuis 1999 face à l'électricité. En effet, un gel des tarifs d'électricité était en cours en 1999 et a perduré jusqu'en 2004. Or, depuis, il y a eu des hausses régulières des tarifs d'électricité. Prospectivement, en raison des besoins d'investissements du réseau de distribution et de transport d'électricité ainsi

que des coûts d'approvisionnement plus élevés, les tarifs d'électricité devraient continuer à augmenter. De plus, l'intervenante remarque que l'approche commerciale d'Hydro-Québec dans le marché de la construction est maintenant moins agressive que par le passé.

[86] Également, l'ACIG mentionne que la réduction des volumes par client en raison, notamment, de mesures d'efficacité énergétique, n'est aucunement préjudiciable à Gazifère, puisque cela a pour effet de réduire la facture totale pour chaque client. Selon l'ACIG, la facture totale étant moins élevée, chaque client est plus enclin à demeurer au gaz naturel qu'à se tourner vers des sources d'énergie alternatives.

[87] L'ACIG ajoute que le mécanisme incitatif de Gazifère ne crée aucun risque additionnel à court terme. Cette constatation s'appuie, notamment, sur la capacité de Gazifère d'excéder son rendement autorisé pendant la récente crise financière.

[88] Enfin, le D^r Booth, comme l'intervenante, conclut à une légère réduction du risque d'affaires de Gazifère depuis 1999. Le D^r Booth recommande une prime de risque additionnelle de 25 points de base par rapport à un distributeur repère.

[89] La Régie évalue le risque global de Gazifère supérieur à la moyenne, notamment en raison de sa taille et de la concurrence de l'électricité au Québec. Cependant, elle tient compte, dans son appréciation, de la couverture plus étendue de ces mêmes risques par des comptes de frais reportés.

[90] La Régie juge que le risque de Gazifère ne s'est pas modifié significativement depuis la décision D-99-09²³, bien qu'il demeure supérieur à celui d'un distributeur repère. **Sur la base de la preuve au dossier, la Régie évalue que le risque plus élevé justifie un ajustement à la hausse, par rapport à la prime de risque d'un distributeur repère, de l'ordre de 25 à 50 points de base.**

²³ Dossier R-3406-98.

2.2.5 FRAIS D'ÉMISSION ET AUTRES COÛTS D'ACCÈS AUX MARCHÉS DES CAPITAUX

[91] Selon Mme McShane, ces frais comprennent trois éléments, soit les frais d'émission, un coussin pour les conditions de marché non anticipées et le principe de maintenir la valeur au marché des actifs au-dessus de la valeur aux livres. Elle recommande 75 points de base pour ces frais.

[92] Le D^r Booth recommande d'ajouter 50 points de base à son estimé du rendement requis pour l'actionnaire, pour tenir compte des frais d'émission et des effets de dilution. Un tel ajustement serait compatible avec la pratique appliquée par plusieurs régulateurs.

[93] L'ACIG mentionne que le concept de Mme McShane pour ces frais est plus large que celui utilisé traditionnellement. De plus, l'intervenante souligne que ce concept plus large inclut des éléments plus ou moins abstraits qui font appel à un jugement de valeur, par exemple un coussin pour les conditions de marché non anticipées.

[94] La Régie juge que les éléments historiquement utilisés pour établir les frais d'émission et autres coûts d'accès aux marchés des capitaux sont suffisants. Elle rejette la proposition de Mme McShane qui repose sur un concept plus large que ce que la Régie a exprimé dans ses décisions précédentes sur ce sujet.

[95] Dans le dossier de Gaz Métro traité l'an dernier, les frais d'émission ont fait l'objet d'un examen détaillé. Dans sa décision D-2009-156, la Régie a jugé qu'une provision pour frais d'émission et autres frais d'accès aux marchés se situant dans une fourchette de 30 à 40 points de base constituait une compensation suffisante. Cette compensation a été établie après avoir examiné les coûts réels des émissions chez Gaz Métro depuis 1993.

[96] Contrairement au cas de Gaz Métro qui émet des titres sur les marchés pour obtenir des capitaux propres, dans le cadre du présent dossier la Régie doit plutôt établir pour Gazifère un estimateur de ces frais. Elle procède donc sur une base théorique, à partir de la preuve au dossier, plutôt que sur une base de coûts réellement encourus.

[97] **Conséquemment, la Régie établit pour Gazifère la provision pour frais d'émission et autres frais d'accès aux marchés des capitaux à 50 points de base.**

2.2.6 RÉSULTATS DES AUTRES MODÈLES

[98] Selon la Régie, le MÉAF demeure le modèle de référence le plus approprié pour servir de guide dans la détermination d'un taux de rendement raisonnable sur l'avoir de l'actionnaire.

[99] Cependant, il est aussi admis par tous les experts qu'aucun modèle ne peut, à lui seul, représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances et dans toutes les phases des cycles économiques et financiers. En conséquence, la Régie juge nécessaire de prendre en considération les résultats produits par les autres modèles présentés par les experts.

[100] Par ailleurs, la Régie rappelle que, dans sa décision D-2007-116²⁴, elle mentionnait que l'application du MÉAF présentait une difficulté particulière lorsque la détermination du rendement dans un dossier intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative du taux moyen de longue période. La prime de risque étant calculée sur de longues périodes et représentant la différence entre la moyenne arithmétique des rendements du marché et de ceux des obligations gouvernementales, cette prime est donc représentative des conditions qui prévalent sur cette même période. La Régie concluait qu'un ajustement s'imposait lorsque les conditions du marché obligataire s'éloignent de cette moyenne.

[101] Compte tenu de la preuve au présent dossier, la Régie juge qu'un ajustement de l'ordre de 25 à 50 points de base par rapport aux résultats du modèle d'évaluation des actifs financiers est justifié dans les circonstances.

2.2.7 COMPARAISON AVEC LES DISTRIBUTEURS AMÉRICAINS

[102] Afin de vérifier la validité des tests qu'elle propose, Mme McShane applique ces tests sur un échantillon d'entreprises de distribution. Pour être incluses dans l'échantillon, ces entreprises doivent émettre des titres transigés sur les marchés. Elles doivent également présenter un risque similaire au distributeur repère. Selon Mme McShane, il n'est pas possible d'utiliser un échantillon de sociétés réglementées canadiennes aux fins

²⁴ Dossier R-3630-2007, page 28.

d'estimation du coût du capital²⁵. En effet, selon elle, les sociétés réglementées canadiennes sont très différentes les unes des autres et, par conséquent, ne peuvent servir aux fins de comparaison pour une société réglementée en particulier ou pour l'industrie dans son ensemble.

[103] À cette fin, elle utilise un échantillon de sociétés américaines pour valider les résultats de ces tests. Selon elle, aucun ajustement n'est nécessaire, puisque l'environnement réglementaire, légal, fiscal et comptable canadien est similaire à celui prévalant aux États-Unis. Cependant, elle reconnaît que l'application réglementaire n'est pas identique²⁶.

[104] Pour effectuer les différents tests aux fins d'estimation du coût du capital, Mme McShane utilise les données fournies par Standard and Poor's. En audience, elle indique que ces données sont basées sur un échantillon de sociétés américaines qui ont des activités réglementées et non réglementées. Elle indique également qu'elle ne connaît pas la relation exacte entre les rendements réalisés attribuables uniquement aux activités réglementées des sociétés américaines de son échantillon et les rendements autorisés²⁷.

[105] Selon l'ACIG, dans la décision D-2009-156 la Régie a formulé de sérieuses réserves quant à l'usage d'un échantillon de distributeurs américains ou de rendements accordés à des distributeurs américains à titre de comparables aux fins de la détermination du taux de rendement d'un distributeur repère.

[106] L'ACIG réitère que le présent dossier n'a toujours pas permis d'identifier les taux de rendement réalisés attribuables uniquement aux activités réglementées des sociétés américaines par opposition aux rendements des sociétés de gestion qui les chapeautent, pas plus d'ailleurs que la comparaison entre les taux de rendement réalisés et les rendements autorisés.

[107] L'ACIG indique que Mme McShane a admis qu'il y a une volatilité importante des rendements réalisés par rapport au rendement autorisé, ce qui est important au niveau du risque à court terme. Selon l'ACIG, l'experte a également admis qu'il y a un usage beaucoup plus important et répandu des comptes de frais reportés au Canada, pratique qui

²⁵ Pièce A-35-1, pages 35 et 36.

²⁶ Pièce B-1, GI-30, document 1, pages 10 à 14.

²⁷ Pièce A-35-1, pages 179 et 180.

procure aux distributeurs canadiens une plus grande stabilité au niveau des rendements réalisés.

[108] Enfin, le D^r Booth souligne, dans sa présentation à l'audience intitulée « *US Data* », que Moody's considère que le risque réglementaire est, dans la majorité des cas, plus élevé pour les sociétés réglementées américaines que pour les sociétés réglementées canadiennes²⁸.

[109] Selon le D^r Booth, les pourcentages de capitaux propres dans la structure de capital des sociétés réglementées américaines sont plus élevés que ceux des sociétés réglementées canadiennes. Normalement, cette capitalisation plus élevée devrait les protéger contre un risque accru. Le D^r Booth montre, dans sa présentation²⁹ en audience, que la cote de crédit des sociétés réglementées américaines est de type BBB.

[110] L'ACIG conclut que la preuve dans le présent dossier n'apporte pas un éclairage nouveau suffisant pour permettre à la Régie d'en arriver à des conclusions différentes de celles auxquelles elle est parvenue dans la décision D-2009-156.

[111] La Régie juge que la preuve est peu concluante quant aux raisons qui justifieraient de retenir les taux accordés aux États-Unis comme base de référence pour établir un taux de rendement raisonnable au Québec. La preuve est, en effet, insuffisante quant aux données récentes sur les décisions américaines et quant à l'analyse des régimes réglementaire et institutionnel en vigueur chez nos voisins. Entre autres, le distributeur n'a pas fait la démonstration que les opportunités qui s'offrent sur le marché américain sont comparables, en termes de risque.

[112] De plus, la Régie juge que la preuve ne permet pas de conclure que les contextes réglementaire, institutionnel, économique et financier des deux pays et leurs impacts sur les opportunités qui en découlent pour les investisseurs sont comparables.

²⁸ Pièce C-2-26.

²⁹ Pièce C-2-26.

2.2.8 RÉSULTATS DE L'ANALYSE

[113] Le tableau suivant résume les valeurs retenues par la Régie pour chacun des paramètres.

Tableau 1

Paramètres	Bas de la fourchette	Haut de la fourchette
Taux sans risque	4,15 %	4,50 %
Prime de risque du marché avant la prise en compte des effets de la crise financière	5,50 %	5,75 %
Bêta brut d'un distributeur repère	0,50	0,55
Ajustement pour le risque de Gazifère	0,25 %	0,50 %
Frais d'émissions	0,50 %	0,50 %
Sous-total n° 1 : Résultat produit par le MÉAF	7,65 %	8,66 %
Ajustement pour tenir compte des résultats des autres modèles	0,25 %	0,50 %
Sous-total n° 2 : Taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire avant ajustement pour tenir compte des effets de la crise financière	7,90 %	9,16 %
Ajustement pour tenir compte des effets de la crise financière	0,25 %	0,55 %
Total : Taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire après ajustement pour tenir compte des effets de la crise financière	8,15 %	9,71 %

[114] Tenant compte de l'ensemble des conclusions précédentes, le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère se situe dans une fourchette variant de 7,90 % à 9,16 %, avant ajustement pour les effets de la crise financière, et entre 8,15 % et 9,71 %, après ajustement pour les effets de la crise financière.

[115] **Sur la base de la preuve au dossier et pour l'ensemble des motifs exprimés précédemment, la Régie fixe le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère à 9,10 % pour l'année tarifaire 2011. Ce taux inclut un ajustement de 30 points de base pour tenir compte des effets de la crise financière.**

2.3 FORMULE D'AJUSTEMENT AUTOMATIQUE

[116] À la suite d'une demande de la Régie, Gazifère dépose le calcul du taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire pour 2011 résultant de l'application de la formule d'ajustement actuelle. Ce taux de rendement s'établit à 8,46 %³⁰.

[117] Mme McShane recommande une nouvelle formule d'ajustement du taux de rendement pour tenir compte des écarts de crédit corporatif et d'une sensibilité moindre du coût de l'avoir propre aux variations des rendements des obligations du gouvernement.

[118] Mme McShane présente deux analyses au soutien de sa conclusion à l'effet que la sensibilité du coût de l'avoir propre aux variations des taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement est plus petite que le facteur 0,75 de la présente formule. Ces analyses sont effectuées à partir de données américaines uniquement.

[119] Selon elle, même si les résultats de deux analyses produisent des estimateurs différents quant au facteur de sensibilité, il demeure que le coût de l'avoir propre est positivement relié aux variations observées entre les taux de rendement des obligations des sociétés et ceux des obligations du gouvernement.

[120] Dans la première analyse, Mme McShane fait une régression entre les taux de rendement trimestriels de 1995 à 2009, les rendements des obligations à long terme du gouvernement américain et l'écart entre les taux de rendement des obligations des sociétés de gestion américaines de cote A, dont une partie des actifs est réglementée, et les rendements des obligations à long terme du gouvernement américain.

³⁰ Pièce B-45, GI-30, document 5.

[121] Il en résulte que pour une augmentation (diminution) de 100 points de base des rendements des obligations à long terme du gouvernement américain, le coût de l'avoir de l'actionnaire augmente (diminue) de 47 points de base. Pour une augmentation (diminution) de 100 points de base de l'écart entre les taux de rendement des obligations des sociétés de gestion américaines de cote A et les rendements des obligations à long terme du gouvernement américain, le coût de l'avoir propre augmente (diminue) de 27 points de base.

[122] La deuxième analyse de Mme McShane teste, à partir du modèle AFM, la sensibilité du coût de l'avoir de l'actionnaire de 1995 à 2009 par rapport à, d'une part, la variation des rendements des obligations à long terme du gouvernement américain et, d'autre part, la variation de l'écart entre les taux de rendement des obligations des sociétés de gestion américaines de cote A et les rendements des obligations à long terme du gouvernement américain.

[123] Il en résulte que pour une augmentation (diminution) de 100 points de base des rendements des obligations à long terme du gouvernement américain, le coût de l'avoir propre augmente (diminue) de 65 points de base. Pour une augmentation (diminution) de 100 points de base de l'écart entre les taux de rendement des obligations des sociétés de gestion américaines de cote A et les rendements des obligations à long terme du gouvernement américain, le coût de l'avoir propre augmente (diminue) de 90 points de base.

[124] À partir de ces résultats, Mme McShane recommande la formule d'ajustement ci-dessous :

Le nouveau taux de rendement serait égal :

- au taux de rendement initial;
- plus 50 % de la variation du taux de rendement des obligations de 30 ans du gouvernement du Canada par rapport à celui fixé initialement;
- plus 50 % de la variation du taux de rendement des obligations à long terme de l'ensemble des sociétés canadiennes de cote A par rapport à celui fixé initialement. L'indice obligataire corporatif utilisé est le *DEX Long Term Index Corporate A*.

[125] Mme McShane produit un tableau montrant quel aurait été le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire selon cette formule par rapport aux rendements autorisés de 1995 à 2011 par l'Office national de l'énergie (ONÉ)³¹.

[126] L'experte McShane précise que le taux de rendement s'élève en moyenne à 10,6 %, soit un rendement comparable à la moyenne des taux autorisés aux États-Unis, qui est de 10,9 %. Elle conclut donc que cette formule est supérieure à celle que la Régie utilise présentement car elle produit des résultats comparables à ceux obtenus aux États-Unis.

[127] Enfin, Mme McShane propose que le taux de rendement et la formule soient révisés à tous les cinq ans, à moins que le taux de rendement autorisé par l'application de la nouvelle formule soit supérieur ou inférieur à 200 points de base du taux de rendement autorisé initialement.

[128] Le D^r Booth est d'avis qu'il n'est pas nécessaire de changer la formule d'ajustement qui s'applique actuellement. Si la Régie décidait de changer cette formule, il propose, subsidiairement, une formule alternative qui tient compte des variations des rendements des obligations à long terme des sociétés réglementées de cote A.

[129] Subsidiairement, le D^r Booth propose la formule d'ajustement ci-dessous :

Le nouveau taux de rendement serait égal :

- au taux de rendement initial;
- plus 75 % de la variation du taux de rendement des obligations de 30 ans du gouvernement du Canada par rapport à celui fixé initialement;
- plus 50 % de la variation du taux de rendement des obligations de 30 ans des sociétés réglementées canadiennes de cote A par rapport à celui fixé initialement (appelé ci-dessous écart de crédit). L'indice obligataire corporatif utilisé est l'indice C29530Y de Bloomberg.

³¹ Pièce B-1, GI-4, document 1.2, schedule 28.

[130] Le D^r Booth précise que le facteur de 0,50 pour tenir compte des écarts de crédit lui semble excessif. Il le conserve cependant, en précisant que sur la durée d'un cycle économique complet, l'effet est neutre. Selon un rapport de la Banque du Canada, le facteur d'ajustement dû aux changements des écarts de rendement des obligations corporatives relié au risque de défaut, qui peut être lié à un changement du coût de l'avoir propre, serait de l'ordre de 37 %³².

[131] À partir de cette formule, le D^r Booth refait le même exercice que Mme McShane, à savoir déterminer quel aurait été le taux de rendement sur l'avoir propre selon sa formule par rapport aux rendements autorisés de 1995 à 2011 par l'ONÉ.

[132] Selon le D^r Booth, les taux de rendement produits par la formule de Mme McShane sont supérieurs aux taux de rendement autorisés de 1995 à 2011 par l'ONÉ. Selon lui, cela implique qu'aucun régulateur canadien n'aurait autorisé des rendements raisonnables sur cette période. Il ajoute également que, pendant cette période, les régulateurs canadiens ont refait l'exercice plus d'une fois, sur la base de preuves d'experts.

[133] Selon le D^r Booth, la différence entre les taux de rendement produits par sa formule et les taux de rendement autorisés par l'ONÉ pour l'ensemble de la période de 1995 à 2011 est minime. Cependant, il y a des différences importantes pour certaines années, comme en 2009.

[134] Le D^r Booth détermine quel aurait été le taux de rendement de Gazifère si la formule qu'il propose avait été employée. Il utilise le taux de rendement autorisé de Gazifère en 1999, qui était de 10 % avec un taux sans risque de 5,7 %. À partir des hypothèses que le taux sans risque est présentement de 4,5 % et que l'écart de crédit en 1999 était de 0,99 %, le rendement de Gazifère serait de 9,25 % selon sa formule. Le D^r Booth considère qu'un écart de crédit normal serait de l'ordre de 94 points de base³³.

³² Pièce C-2-13, preuve du D^r Booth, page 64.

³³ Pièce C-2-13, preuve du D^r Booth, page 64.

[135] Le D^r Booth considère cependant que les régulateurs n'ont pas besoin d'une formule qui capte les impacts de la pire crise financière depuis 1937, étant donné que la formule proposée génèrera une volatilité accrue des rendements autorisés annuels, et ce, pour peu de gain. Il est à noter également que l'ACIG est plutôt défavorable au deuxième ajustement de la formule proposée.

[136] Enfin, le D^r Booth note que si cette formule devait être retenue, la Régie ne devrait pas accorder un ajustement supplémentaire pour les effets de la crise financière.

[137] La Régie constate que la formule proposée par Mme McShane produit des rendements supérieurs à ceux autorisés par le passé. Quant à celle du D^r Booth, elle produit, sur un cycle économique, des rendements semblables à ceux octroyés, bien que, sur une base annuelle, ceux-ci divergent de ceux autorisés.

[138] La Régie est d'avis que la formule du D^r Booth permet de faire fluctuer le taux de rendement en fonction de la variation du taux de rendement des obligations de 30 ans des sociétés réglementées canadiennes, tout en gardant un rendement similaire à ceux autorisés sur une période d'un cycle économique. La Régie prend note que selon l'étude de la Banque du Canada, le facteur d'ajustement pour les écarts de crédit serait de l'ordre de 0,37.

[139] La Régie évalue que la formule alternative du D^r Booth aurait permis, malgré une volatilité accrue des rendements autorisés, d'obtenir des rendements autorisés mieux adaptés durant la crise financière. **La Régie conclut qu'il y a lieu de remplacer la formule actuelle par celle du D^r Booth aux fins d'établir le taux de rendement à compter de 2012.**

[140] La Régie est d'avis que les écarts de rendement des obligations des sociétés réglementées de cote A ne réagissent pas de la même façon que les écarts de rendement des obligations des sociétés non réglementées de cote A pendant les cycles économiques, et ce, particulièrement pendant une crise financière. **La Régie retient l'indice C29530Y de Bloomberg comme estimateur des écarts de crédit des sociétés réglementées canadiennes. Pour les prochains dossiers tarifaires, la Régie demande donc à Gazifère de fournir les données de Bloomberg du mois de septembre aux fins de l'application de la nouvelle formule.**

[141] En audience, le D^r Booth a indiqué que l'indice de Bloomberg, lors du dépôt de sa preuve, était de 1,3 % alors qu'au moment de l'audience, il était d'environ 1,5 %³⁴. **La Régie retient la valeur de 1,5 % de l'indice Bloomberg aux fins d'application de la nouvelle formule.** Sur la base d'un écart de crédit normal estimé à environ 90 points de base, l'ajustement pour les écarts de crédit ajoute, avec la nouvelle formule, 30 points de base au taux de rendement.

[142] La Régie retient pour l'année tarifaire 2011 un ajustement de 30 points de base pour l'effet de la crise financière. **La Régie estime que, pour 2012 et les années subséquentes, cet ajustement est pris en compte par le deuxième membre de la nouvelle formule d'ajustement automatique.** Ainsi, dans l'éventualité où les écarts de crédit demeurent élevés, l'ajustement sera maintenu. À l'inverse, si les écarts de crédit reviennent à leur normale, l'ajustement sera enlevé.

[143] **La Régie fixe également, aux fins de l'application de la nouvelle formule, le taux sans risque à 4,25 %.**

[144] Ainsi, le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire pour l'année 2012 et les années subséquentes sera calculé selon la formule présentée à l'annexe 1.

[145] La Régie précise que le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire résultant de l'application de cette formule devra être exprimé en pourcentage arrondi à deux décimales.

2.4 COÛT DE LA DETTE

[146] Gazifère explique en audience que le financement se fait exclusivement auprès d'Enbridge Inc. (Enbridge), sa société mère. La dette à court terme de Gazifère est une proportion de la marge de crédit consolidée dans Enbridge.

[147] Le taux de la dette à court terme utilisé par Gazifère correspond au taux d'escompte établi par le service « *Economic & Market Analysis* » d'Enbridge Gas Distribution Inc. (EGD).

³⁴ Pièce A-35-2, pages 141 et 142.

[148] Gazifère dépose la méthodologie et les données utilisées pour établir ce taux d'escompte³⁵. Selon cette méthodologie, la moyenne des prévisions de taux directeur de six institutions financières est ajustée pour obtenir un taux raisonnable. Une prime de 2 %, représentant l'écart entre le taux directeur et le taux préférentiel de la Banque du Canada depuis décembre 2008, est ajoutée à cette prévision.

[149] Le taux en résultant passe de 2,21 % en 2010 à 3,90 % en 2011³⁶.

[150] La Régie constate que les fluctuations de ce taux sont importantes. Elle constate aussi que la méthodologie utilise certains paramètres peu documentés, comme l'ajustement à la moyenne des taux ainsi que la période utilisée pour établir l'écart de 2 %.

[151] La Régie demande à Gazifère de déposer, pour examen dans le prochain dossier tarifaire, la méthodologie et les données utilisées pour établir le taux d'escompte, en incluant minimalement les données présentées à la pièce B-43, GI-41, document 1.1.

[152] Par ailleurs, les émissions de la dette à long terme de Gazifère sont financées par Enbridge au taux des obligations de 10 ans du gouvernement du Canada plus une prime de risque pour tenir compte de la cote de crédit de Gazifère selon le concept d'isolement.

[153] Gazifère dépose la méthodologie d'établissement du coût de la dette à long terme³⁷. L'établissement de la cote de crédit et de la prime de risque repose sur une évaluation de *RBC Capital Markets*. Étant donné sa taille, la cote de crédit de Gazifère est évaluée comme un « BBB bas ».

[154] En audience, Gazifère indique qu'au cours des dernières années, il n'y a pas eu de modification à la méthodologie retenue pour établir son financement. Elle dépose les primes de risque annuelles qui ont été utilisées pour établir le coût de sa dette depuis 2002³⁸. À partir de ce document, il peut être constaté que les primes de risque sont volatiles.

³⁵ Pièce B-43, GI-41, document 1.1.

³⁶ Pièce B-41, GI-35, document 2.2, page 2.

³⁷ Pièce B-11, GI-31, document 1.3 et pièce B-38, GI-30, document 4.1.

³⁸ Pièce B-38, GI-30, document 3.

[155] Gazifère souligne qu'elle et Enbridge, en plus d'être deux sociétés distinctes, sont régies par deux organismes de réglementation distincts et sont assujetties à toute une panoplie de législations distinctes.

[156] Gazifère rappelle que la méthodologie pour établir le coût de sa dette a été approuvée par la Régie dans la décision D-2006-158³⁹. Selon Gazifère, le principe du concept d'isolement a été reconnu dans cette décision et c'est exactement de cette façon qu'elle a établi le coût de la dette dans le présent dossier.

[157] Enfin, Mme McShane indique que si Gazifère émettait ses propres titres de dette, le coût de financement serait plus élevé et les conditions seraient plus contraignantes. Elle conclut que les clients de Gazifère doivent payer le coût de la dette comme si elle se finançait seule. En d'autres mots, il faut appliquer le concept d'isolement.

[158] Selon le D^r Booth, s'il n'y avait pas de frontière provinciale, les actifs de Gazifère ne seraient pas différents de ceux d'Enbridge et seraient intégrés à ces derniers. Sur cette base et considérant le principe économique que des actifs semblables devraient générer des rendements équivalents, il indique que Gazifère devrait avoir la même structure de capital, le même coût de la dette et le même taux de rendement qu'Enbridge.

[159] Il indique également que le coût de financement d'Enbridge est supérieur à celui d'EGD étant donné que c'est une société de gestion. Typiquement, une société de gestion a un coût de financement d'environ 25 points de base supérieur à la filiale d'exploitation. De plus, durant la crise financière, ce coût a augmenté étant donné que les sociétés de gestion comptent sur les dividendes de la filiale d'exploitation pour faire les paiements d'intérêts sur leur dette.

[160] Selon le D^r Booth, durant la crise financière, l'écart de financement entre celui d'Enbridge et celui d'EGD a augmenté significativement.

[161] Selon le D^r Booth, la réglementation des sociétés de services publics vise à limiter le pouvoir d'un monopole de fixer des prix élevés tout en rendant accessibles aux consommateurs les bénéfices normalement associés à la concurrence. Sur cette base, il indique qu'on ne devrait pas surprotéger les sociétés de services publics et ainsi empêcher les consommateurs de bénéficier des économies d'échelles que le statut de monopole

³⁹ Dossier R-3587-2005.

permet d'atteindre. Il donne l'exemple de la Commission de l'énergie de l'Ontario (CÉO) et des distributeurs d'électricité qu'elle réglemente pour appliquer ces principes.

[162] Le D^r Booth précise qu'il ne faut pas établir le coût du capital selon le concept d'isolement mais plutôt établir ce coût sur une base de marché concurrentiel et ainsi laisser les forces du marché l'emporter.

[163] Il recommande que le coût de la dette soit le même que celui d'EGD, que le rendement sur l'avoir propre soit similaire à celui d'EGD et que la structure de capital soit laissée à 40 % de capitaux propres et à 60 % de capitaux empruntés.

[164] La Régie constate que les deux experts ont des points de vue nettement différents.

[165] La Régie a depuis longtemps établi le coût de la dette de Gazifère sur la base du principe d'isolement. La Régie juge que la preuve ne permet pas de modifier cette approche. **Néanmoins, considérant l'ampleur des écarts de crédit et leur volatilité, particulièrement pendant la crise financière, la Régie demande à Gazifère, pour le prochain dossier tarifaire, de déposer les documents suivants :**

- **la méthodologie et les modifications, le cas échéant, avec les explications, telles que présentées à la pièce B-11, GI-31, document 1.3;**
- **le rapport externe d'évaluation de la cote de crédit de Gazifère, tel que présenté à la pièce B-38, GI-30, document 4.1;**
- **les écarts de crédit d'Enbridge et d'EGD par rapport aux obligations du gouvernement du Canada, avec les dates des financements, le terme et le coupon, tels que présentés à la pièce B-11, GI-30, document 1.18, page 1.**

2.5 CONCLUSION

[166] La Régie doit, par sa loi constitutive, permettre un rendement raisonnable sur la base de tarification du distributeur. Dans le cadre de cet exercice, et tel que mentionné précédemment, la méthode que la Régie utilise relève de sa discrétion. À cet effet, l'arrêt Hope précise que c'est la résultante de l'exercice réglementaire qui doit rencontrer la norme de rendement raisonnable et non pas la méthode pour s'y rendre⁴⁰.

[167] La Régie retient, comme base première de référence, les résultats produits par le MÉAF. La Régie tient compte, de plus, des résultats des autres modèles aux fins de son appréciation du taux de rendement à octroyer à Gazifère.

[168] La structure de capital n'ayant fait l'objet d'aucun débat, la Régie maintient la présente structure de capital composée de 40 % de capitaux propres et de 60 % de capitaux empruntés.

[169] Sur la base de la preuve au dossier et pour l'ensemble des motifs exprimés précédemment, la Régie fixe le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère à 9,10 % pour l'année tarifaire 2011. Ce taux inclut un ajustement de 30 points de base pour tenir compte des effets de la crise financière. À partir de 2012, cet ajustement évoluera en fonction du deuxième membre de la nouvelle formule d'ajustement automatique qui sera, dès lors, en application.

[170] Sur la base d'un taux sans risque de 4,25 %, le taux de rendement autorisé de 9,10 % correspond à une prime de risque implicite de 4,85 % pour le distributeur.

[171] La Régie demande à Gazifère de mettre à jour, au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h, le taux de rendement de la base de tarification et le coût en capital prospectif. La Régie demande également à Gazifère de déposer, dans les futurs dossiers tarifaires, le calcul détaillé du coût en capital prospectif, tel que déposé dans le présent dossier⁴¹.

⁴⁰ *Federal Power Commission c. Hope Natural Gas Company* 320 U.S. 591 (1944).

⁴¹ Pièce B-11, GI-30, document 1, pages 18 et 19.

2.6 OPINION DU RÉGISSEUR RICHARD CARRIER EN CE QUI A TRAIT AU TAUX DE RENDEMENT

[172] Je présente, ci-après, les motifs qui sous-tendent ma conclusion quant au taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire à accorder à Gazifère pour l'année 2011. Bien qu'à plusieurs égards je retiens une conclusion similaire à celle de mes collègues, les motifs exprimés contiennent parfois des nuances, parfois des conclusions qui les distinguent. Ils forment donc un tout et doivent être lus comme tels. Enfin, je fais mien l'ensemble du résumé de la preuve, tel que présenté dans la décision majoritaire.

Taux sans risque

[173] Aux fins de la fixation d'un taux de rendement raisonnable pour l'année 2011, je retiens, dans le cadre de mon appréciation, un taux de 4,25 % comme point de référence pour les calculs afférents au MÉAF.

Prime de risque du marché selon les données historiques

[174] Il est utile, voire essentiel, de déterminer, dans un premier temps, les données de référence utilisées quant aux rendements sur l'équité observés sur les marchés et le contexte économique et financier dans lequel ces rendements ont été réalisés.

[175] Aux fins de mon appréciation des données historiques, je retiens la même approche que celle utilisée par la Régie dans ses décisions antérieures, soit le recours à des moyennes arithmétiques de longue période.

[176] Les données soumises en preuve par les deux experts permettent de situer la moyenne des rendements sur l'équité réalisés à 11,6 % au Canada et à 11,8 % aux États-Unis⁴². Les rendements moyens observés sur les obligations gouvernementales d'un terme de 30 ans ont été, pour leur part, de 6,4 % au Canada et de 5,7 % aux États-Unis. Il est à noter, par ailleurs, que les rendements réalisés l'ont été dans un contexte où l'inflation moyenne sur l'ensemble de la période était de 3,1 %.

⁴² Preuve de Mme McShane, pièce B-1, GI-4, document 1, Schedule 6, page 2; preuve du D^r Booth, pièce C-2-13, Appendix B, Schedule 1 et Schedule 10.

Tableau 2

Données historiques sur les marchés	<u>Can</u> (1924-2009)	<u>US</u> (1926-2009)
Rendements sur l'équité (%)	11,60	11,80
Rendements des obligations de long terme (%)	6,40	5,70
Prime de risque du marché (%)	5,20	6,10
Inflation (%)	3,10	3,10

[177] Les données retenues sont représentatives des périodes de référence utilisées. D'autres résultats peuvent être obtenus en retenant d'autres périodes de référence ou en utilisant d'autres types de moyennes.

[178] Ces données sont utiles tant pour l'établissement de la prime de risque du marché dans le cadre du MÉAF que pour l'appréciation générale du caractère raisonnable des taux de rendement alloués aux entreprises réglementées. Ce sont des données objectives, établies à partir de statistiques fiables pour l'ensemble des secteurs de l'économie, lesquels, pour la plupart, sont en situation de concurrence sur les marchés. En ce sens, ces données historiques constituent un point de repère important pour évaluer le rendement attendu par les investisseurs dans le marché.

[179] L'établissement de la prime de risque du marché dans le cadre du MÉAF traditionnel repose sur l'estimation des rendements moyens observés sur des périodes suffisamment longues pour atténuer les effets liés aux particularités des différents cycles économiques. Les périodes retenues ci-haut respectent ce critère.

[180] Tant Mme McShane que le D^r Booth mentionnent que la prime de risque du marché historique au Canada a été influencée artificiellement à la baisse par le niveau relativement élevé des taux obligataires canadiens pendant les années 80 et 90, lequel découlait du contexte budgétaire difficile du gouvernement canadien à l'époque. Ce phénomène n'a plus la même ampleur aujourd'hui. Aux fins de mon appréciation, je retiens, comme plage inférieure, une valeur de 5,5 % comme prime de risque du marché, calculée à partir des données historiques canadiennes.

[181] Comme plage supérieure de la prime de risque du marché basée sur des données historiques, je retiens, comme mes collègues, une valeur de 5,75 % basée sur les données historiques au Canada et aux États-Unis, bien qu'il soit également plausible de retenir une valeur de 6,0 % calculée uniquement à partir des données historiques américaines. Une telle valeur peut se justifier par le degré élevé d'intégration des économies canadienne et américaine et la très grande mobilité des capitaux.

[182] Aux fins de mon appréciation, je retiens la valeur supérieure de la fourchette établie. J'aborderai, dans une autre section, l'enjeu relatif à l'utilisation des seules données historiques comme estimateur du rendement attendu aujourd'hui et dans le futur par les investisseurs.

Bêta brut (risque d'un distributeur repère)

[183] Dans le cadre de l'application du MÉAF traditionnel, le risque d'un titre est évalué sur un plan statistique, en comparant l'écart type des rendements mensuels observés sur le marché pour une entreprise ou un secteur donné avec celui du marché en général. Ce paramètre, appelé bêta brut, est ensuite utilisé pour établir, à l'étape suivante, la prime de risque de ce secteur, en comparaison de celle du marché en général.

[184] Sur la base de la preuve, je juge approprié de retenir, dans le cadre de l'application de la formulation traditionnelle du MÉAF, la notion de bêta brut. Elle constitue une base relativement objective aux fins du calcul de la prime de risque. Selon la preuve au dossier, cette valeur peut être située dans une plage de 0,50 à 0,55.

[185] En ce qui a trait à l'utilisation de bêtas ajustés, je retiens la conclusion exprimée par la Régie dans ses décisions antérieures à l'effet que l'explication couramment utilisée dans les milieux de la recherche financière pour justifier un ajustement des bêtas bruts, soit la tendance observée sur le plan empirique pour les bêtas en général d'évoluer à terme vers la moyenne du marché qui est de un (1), ne peut être valablement retenue dans le cas d'une entreprise réglementée. En présence de droits exclusifs de distribution, il apparaît difficile de concevoir comment le risque propre à cette activité pourrait se modifier substantiellement à la hausse et évoluer vers le risque du marché au fil des ans.

[186] Ceci ne résout toutefois pas nécessairement de façon entière la problématique liée à la qualité des bêtas bruts et à leur capacité à prédire correctement les rendements

réalisés dans le cadre de l'application du MÉAF. Il s'agit d'une question qui continue de susciter des débats entre experts.

Prime de risque d'un distributeur repère

[187] Sur la base des paramètres précédents, la prime de risque d'un distributeur repère peut être située dans une fourchette de 2,75 % à 3,16 %.

Frais d'émission

[188] Aux fins de mon appréciation, je juge approprié de retenir un coussin pour les coûts directs d'émission et escomptes non autrement compensés dans le calcul du revenu requis de l'entreprise réglementée. Ces coûts spécifiques seraient de l'ordre de 30 à 35 points de base selon l'examen détaillé effectué dans le dossier R-3690-2009.

[189] En ce qui a trait à une compensation pour les effets de dilution, à moins de preuve prépondérante à l'effet contraire, cet ajustement n'apparaît pas nécessaire pour une entreprise réglementée. Sous l'hypothèse d'une structure de capital constante au fil des ans, et toutes autres choses étant égales par ailleurs, toute hausse du besoin total de financement par voie d'équité et de dette découle d'une hausse équivalente de la valeur de la base de tarification engagée aux fins de l'activité réglementée. Or, en pareil cas, le rendement total sur l'équité augmentera dans la même proportion que le rendement sur la base de tarification, ce qui devrait neutraliser entièrement, pour un investisseur le moins averti, toute crainte de dilution induite et ainsi maintenir la valeur des titres au marché intacte. Tel n'est pas nécessairement le cas pour les entreprises en situation de concurrence sur le marché qui peuvent émettre des titres à diverses fins autres que de financer des projets de croissance.

[190] La proposition de Mme McShane de prévoir une compensation suffisante afin de maintenir la valeur au marché des titres n'est pas retenue. Cette question s'apparente à celle discutée dans la décision D-2009-156⁴³, aux pages 54 à 58. Dans cette décision, la Régie n'a pas retenu la proposition d'établir le rendement de l'actionnaire sur la base d'une structure de capital reflétant les valeurs au marché plutôt que les valeurs aux livres.

⁴³ Dossier R-3690-2009.

[191] Compte tenu de ce qui précède et de la preuve au dossier, je retiendrais, à titre de frais reliés aux émissions, une fourchette variant entre 30 et 50 points de base.

Rendement d'un distributeur repère selon le MÉAF établi à partir de données historiques

[192] Les données précédentes permettent d'établir un second point de référence utile dans l'appréciation du rendement à octroyer. Sur la base de l'application du MÉAF dans sa formulation traditionnelle et à partir de données historiques seulement, le taux de rendement d'un distributeur repère se situerait dans une fourchette de 7,30 % à 7,91 %.

[193] Un tel résultat doit toutefois être apprécié à la lumière du contexte économique et financier d'aujourd'hui. Les deux experts abordent les enjeux y reliés dans leur preuve respective. Les sections qui suivent portent sur ces questions.

Ajustement - Prime de risque du distributeur repère (MEAF) et taux sans risque courant

[194] Au présent dossier, Mme McShane soumet que le modèle « Prime de risque », tout comme les autres modèles utilisés pour établir un rendement raisonnable, sert d'abord et avant tout à déterminer le rendement attendu par les investisseurs aujourd'hui et dans le futur. En conséquence, selon elle, les données historiques sur la prime de risque pour les périodes passées doivent être appréciées en fonction de cet objectif et être ajustées au besoin lorsqu'elles ne sont pas suffisamment représentatives des conditions économiques et financières contemporaines et à venir.

[195] Elle soumet, entre autres, à l'appui de sa position que, pour la période d'après-guerre et sur la base des moyennes mobiles sur dix ans des périodes passées, il n'y a pas eu de tendance notable à la hausse ou à la baisse des rendements totaux sur l'équité observés entre 1947 et 2009, le rendement moyen pour la période se situant dans une plage de 11,5 % à 12,0 %. Elle juge donc cet estimé valable pour déterminer le rendement total du marché attendu aujourd'hui par les investisseurs. Comme la prévision 2011 du taux des obligations de 30 ans du gouvernement canadien est d'environ 4,7 % et la prévision à moyen et à long terme est de 5,25 %, elle en déduit une prime de risque du marché attendue par les investisseurs de l'ordre de 6,75 % alors que la moyenne historique de longue période pour le marché américain est de l'ordre de 6,1 %.

[196] Le D^r Booth soumet que la prime de risque se situe entre 5,0 % et 6,0 %, et ce, sur la base de l'ensemble de ses analyses, y incluant, à leur appui, l'examen des résultats du sondage du professeur Fernandez portant sur les approches généralement utilisées par les professeurs de finance, les analystes financiers et les dirigeants de sociétés.

[197] Comme mentionné par la Régie dans la décision D-2007-116⁴⁴, l'application du MÉAF soulève des difficultés particulières lorsque la fixation du taux de rendement intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative du taux moyen de longue période. La Régie s'exprimait de la façon suivante :

« Selon la Régie, l'application du modèle MÉAF présente une difficulté additionnelle lorsque l'évaluation du rendement intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative du taux moyen de longue période. La prime de risque étant calculée sur de longues périodes et représentant la différence entre la moyenne arithmétique des rendements du marché et de ceux des obligations gouvernementales, cette prime est donc fondamentalement représentative des conditions qui prévalaient sur cette même période. Un ajustement s'impose donc dans l'appréciation par la Régie lorsque les conditions du marché obligataire s'éloignent de cette moyenne.

[...]

La Régie considère qu'il s'agit d'un premier débat sur cette question qui mérite plus ample examen. Toutefois, ce débat ne saurait changer substantiellement le taux de rendement raisonnable auquel a droit l'actionnaire.

[...]

Dans le présent dossier, la Régie apporte un ajustement à la hausse de 40 points de base des résultats produits par le MÉAF. »

[198] Dans la décision D-2009-156, la Régie apportait à nouveau un ajustement de même nature aux résultats produits par le MÉAF.

[199] La situation au présent dossier s'apparente à celle examinée dans ces dossiers et elle est même exacerbée par le fait que le taux sans risque est maintenant de l'ordre de 4,25 % alors qu'il se situait à 4,78 % en 2007. Il s'agit d'une situation relativement

⁴⁴ Dossier R-3630-2007, page 28.

nouvelle dans l'histoire récente, notamment depuis les années 2005-2006 alors que le taux sans risque est passé sous la barre des 5,0 %.

[200] La problématique en cause tire son origine du fait que, dans le cadre de l'application usuelle du MÉAF, la prime de risque d'un titre est ajoutée au rendement courant des obligations de long terme des gouvernements pour établir le rendement attendu par les investisseurs. La prémisse sous-jacente à ce modèle serait qu'il est raisonnable de supposer que les attentes des investisseurs et les rendements sur les marchés varient en parallèle avec l'évolution des taux des obligations gouvernementales ou taux sans risque. Cette prémisse serait toutefois discutable si les taux de rendement observés sur les marchés présentent plutôt une certaine stabilité ou constance dans le temps.

[201] Force est de constater que les deux experts ne partagent pas tout à fait le même point de vue quant à la stabilité des taux de rendement sur l'équité dans le temps. Mme McShane considère que les rendements nominaux sur l'équité sont stables dans le temps et, qu'en conséquence, la prime de risque attendue devrait être calculée en tenant compte de cette réalité et être établie en soustrayant de ces rendements observés les taux courants ou attendus des obligations gouvernementales. Selon la preuve du D^r Booth, ce seraient plutôt les rendements réels sur l'équité qui seraient constants et non les rendements en termes nominaux⁴⁵.

[202] L'analyse des données empiriques de Mme McShane, bien qu'utile, n'apparaît pas suffisamment documentée et robuste pour être utilisée directement.

[203] Par ailleurs, l'hypothèse d'une certaine stabilité des rendements dans le temps semble logique sur le plan conceptuel, l'investisseur recherchant, dans une perspective de moyen et de long terme, un rendement stable dans le temps, après prise en compte de l'inflation.

[204] Selon les données en preuve, l'écart entre les taux d'inflation historiques de 3,1 % et la projection pour le futur, qui est généralement de l'ordre de 2,0 %, est d'environ 100 points de base. Cette baisse est toutefois moins prononcée que la baisse observée d'environ 200 points de base du rendement des obligations gouvernementales, laquelle sert de référence pour l'application du MÉAF. Un tel résultat militerait en faveur d'un

⁴⁵ Pièce C-2-13, Appendix B, page 7.

ajustement de la prime de risque implicite si le rendement réel attendu par les investisseurs est stable dans le temps.

[205] La preuve au dossier ne permet pas de tirer des conclusions définitives relativement à cette problématique. Il s'agit d'une question d'ordre empirique qui pourrait faire l'objet d'un examen plus détaillé dans le futur.

[206] Par ailleurs, les deux experts reconnaissent que, pour la mise à jour du taux de rendement que la Régie autorisera au présent dossier, il est adéquat d'utiliser, pour les années futures, une formule d'ajustement de la prime de risque implicite lorsque les taux des obligations de long terme, ou taux sans risque, fluctueront à la hausse ou à la baisse. La divergence d'opinions à cet égard, si divergence il y a, porte surtout sur le niveau de cet ajustement, soit de 25 ou 50 points de base par 100 points de variation des taux obligataires de référence, plutôt que sur son fondement. Les deux experts reconnaissent ainsi, de ce point de vue, que la prime de risque implicite du distributeur varie effectivement en fonction du niveau des taux obligataires.

[207] Sur la base de la preuve au présent dossier et en tenant compte des décisions antérieures de la Régie, un ajustement de la prime de risque implicite d'un distributeur apparaît approprié lorsque les taux courants des obligations gouvernementales s'éloignent de façon notable de la moyenne historique utilisée pour le calcul de la prime de risque.

[208] Sur un plan pratique, la valeur de l'ajustement à retenir pour le taux de rendement de l'année 2011 peut être approximée, au présent dossier, en fonction d'un facteur d'élasticité représentant 25 % de l'écart entre le taux sans risque de longue période et le taux sans risque courant, soit le même facteur d'ajustement que celui de la formule d'ajustement automatique existante. L'ajustement retenu serait donc de l'ordre de 40 ou de 50 points de base selon que l'on réfère à l'écart entre, d'une part, la moyenne historique des taux sans risque au Canada ou aux États-Unis et, d'autre part, le taux sans risque courant de 4,25 %.

Les écarts de crédit courants

[209] Dans le cadre de son analyse quant à l'établissement d'un taux de rendement raisonnable, le D^r Booth recommande un ajustement de 50 points de base pour tenir compte du fait que les effets de la crise financière sont encore présents. Il note la persistance d'un degré élevé de nervosité sur les marchés financiers. Il mentionne

également que les écarts de crédit se sont amplifiés entre le moment du dépôt de sa preuve et l'audience.

[210] Mme McShane est d'avis que, pour l'essentiel, la crise financière est derrière nous. Cependant, elle mentionne que la problématique fondamentale de la formule d'ajustement et les résultats qu'elle a produits par le passé au Canada n'étaient pas reliés à la crise financière. Cette problématique était préexistante et n'a été qu'exacerbée par la crise. Selon elle, la problématique demeure donc entière. Ses recommandations quant au taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire et à la formule d'ajustement tiennent compte de cette constatation.

[211] La question des écarts de crédit et son lien avec l'établissement d'un taux de rendement raisonnable sur l'avoir de l'actionnaire ont fait l'objet de débats répétés devant la Régie depuis 2007. La Régie notait l'insuffisance de la preuve à cet égard dans sa décision D-2008-140⁴⁶. Par ailleurs, dans sa décision D-2009-156, la Régie retenait, à titre d'ajustement pour compenser les effets de la crise, un ajustement de la prime de risque et du taux de rendement applicable au distributeur se situant dans une plage variant entre 0,25 % et 0,55 %.

[212] Au présent dossier, il peut être constaté que les écarts de crédit sont encore à un niveau supérieur à leur moyenne historique. Les soubresauts observés sur les marchés financiers en 2009, en lien avec la problématique des déficits budgétaires et des dettes souveraines en Europe, illustrent également la relative fragilité des marchés au sortir de la pire crise financière depuis les années 1930.

[213] Selon la preuve au dossier, les écarts de crédit demeurent élevés. Il est plausible qu'ils persistent et qu'ils demeurent volatils pour une durée relativement longue.

[214] Tous les experts s'entendent pour dire que le rendement sur l'avoir propre devrait, dans des circonstances normales, être plus élevé que le rendement sur les titres obligataires, en raison du risque plus élevé que les actionnaires assument par rapport aux détenteurs d'obligations corporatives. Il est aussi généralement admis que les écarts de crédit peuvent fluctuer au cours des différentes phases d'un cycle économique.

⁴⁶ Dossier R-3662-2008 Phase 2.

[215] Sur la base de la preuve au dossier, un ajustement de la prime de risque établie dans le cadre du MÉAF apparaît justifié.

[216] À cet égard, il y a lieu de prendre en compte le niveau des écarts de crédit observé au moment de l'audience, soit d'environ 1,50 % selon l'indice Bloomberg, représentant les écarts entre le rendement des obligations de long terme des sociétés réglementées et celui des obligations gouvernementales de même durée. Par rapport à la moyenne historique de 0,90 % pour ce même indice selon la preuve du D^r Booth, l'écart serait de l'ordre de 60 points de base.

[217] En ce qui a trait au quantum de l'ajustement à retenir, la partie inférieure de cette plage peut être établie sur la base du facteur d'élasticité proposé par les experts pour cette même variable dans le cadre de la discussion sur les formules d'ajustement à retenir dans le futur, soit 50 % de l'écart observé ou 30 points de base. La partie supérieure de cette plage peut être fixée à 100 % de l'écart, soit 60 points de base.

[218] Sur la base de la preuve au présent dossier, notamment quant au contexte financier, je retiens, aux fins de mon appréciation, un ajustement de l'ordre de 40 à 50 points de base.

Distributeur repère selon le MÉAF ajusté

[219] Sur la base de ce qui précède, le taux de rendement d'un distributeur repère selon l'approche d'un MÉAF ajusté peut s'établir dans une fourchette variant entre 8,0 % et 9,01 %.

Les autres modèles et autres considérations

[220] Mme McShane présente les résultats découlant de l'utilisation de divers autres modèles ou variantes de ces modèles. Certaines difficultés surgissent aux fins de l'interprétation de ceux-ci.

[221] Ces difficultés portent, notamment, sur les effets reliés au phénomène de circularité, soit le fait de se baser directement ou indirectement sur les résultats des entreprises réglementées ou sur les valeurs au marché pour établir le rendement attendu

par les investisseurs, alors que ces mêmes résultats dépendent de façon plus ou moins étroite des décisions passées des régulateurs.

[222] Ces difficultés portent également sur la qualité de l'échantillon retenu, notamment quant au degré de risque supporté par les entreprises américaines composant l'échantillon comparativement au risque moyen d'un distributeur repère au Canada.

[223] Mme McShane conclut à l'inexistence d'un tel écart. Elle soutient que les environnements réglementaires, économiques et financiers au Canada et aux États-Unis sont sensiblement les mêmes.

[224] Le D^r Booth soutient que le différentiel de risque peut justifier un écart de 90 à 100 points de base pour un distributeur réglementé aux États-Unis. Il s'appuie, entre autres, sur les résultats de l'analyse de Moody's d'août 2009, laquelle mentionne le caractère généralement plus prévisible et plus favorable à l'environnement réglementaire au Canada.

[225] La preuve du Dr Booth concernant l'analyse de Moody's est utile puisqu'il s'agit de l'analyse d'une tierce partie spécialisée dans la notation des titres des sociétés réglementées. Une preuve et un examen encore plus poussé des paramètres considérés par ces agences de notation apparaissent être une piste utile à explorer pour le futur.

[226] Au-delà des remarques souvent générales soumises par les experts, l'importance de cet enjeu aux fins de la détermination d'un rendement raisonnable pour l'investisseur justifie que des efforts plus grands soient déployés pour comparer les risques encourus par les entreprises réglementées au Canada et aux États-Unis, mais idéalement aussi par rapport aux autres secteurs d'activité économique où les entreprises sont soumises à la concurrence en retenant, par exemple, un secteur d'activité dont le facteur bêta serait égal à celui du marché.

[227] À cette fin, il serait utile de pousser l'analyse des régimes réglementaires, par exemple, en comparant le traitement applicable aux risques liés aux contrats d'approvisionnement et de transport, les règles applicables aux erreurs de prévision, les règles en matière d'autorisation des projets d'investissement selon que les autorisations sont données a priori ou a posteriori, les règles applicables pour l'acquisition et la disposition des actifs excédentaires ou devenus désuets, et ce, au vu de la jurisprudence applicable.

Prime de risque d'un distributeur repère selon l'historique de rendement des sociétés réglementées

[228] Dans le cadre de cette approche, Mme McShane obtient une prime de risque historique de 11,0 % pour les sociétés réglementées aux États-Unis (1947-2009) et au Canada (1956-2009). Cette méthode a l'avantage d'être simple d'application. Elle soulève cependant plusieurs difficultés dans l'interprétation des résultats.

[229] Les données canadiennes reflètent une période au cours de laquelle les taux obligataires de long terme étaient très élevés. Dans la mesure où les rendements autorisés tenaient compte de cette réalité, les résultats obtenus à l'aide de cette approche portent sur une période possiblement peu représentative du contexte économique actuel.

[230] Quant aux données américaines, le phénomène de la représentativité de l'échantillon en termes de risque et l'impact relié au choix de la période de référence doivent être pris en considération.

Prime de risque d'un distributeur repère selon l'approche d'actualisation des flux monétaires (AFM) des entreprises réglementées

[231] Mme McShane obtient une prime de risque de 9,4 % à l'aide de ce modèle avant frais d'émission comparativement à 9,25 % avec son estimation du MÉAF. Les particularités propres au modèle AFM sont abordées aux paragraphes qui suivent.

Rendement d'un distributeur repère selon le modèle d'actualisation des flux monétaires (AFM)

[232] Mme McShane présente diverses variantes de ce modèle. Elle mentionne qu'il s'agit d'une alternative au MÉAF largement utilisée et que ce modèle est le principal modèle utilisé par les régulateurs aux États-Unis.

[233] Le modèle repose sur l'estimation des flux monétaires futurs qui seront constitués des dividendes versés par l'entreprise et l'actualisation de l'ensemble de ces flux en dollars d'aujourd'hui. À l'aide de ce modèle, Mme McShane estime le rendement d'un distributeur repère, avant frais d'émission, à 10,0 %.

[234] La spécification des paramètres du modèle AFM est particulièrement importante. Dans sa formulation de base, ce modèle exige que soient estimés les flux des dividendes de la société évaluée ou de l'échantillon pour chacune des années dans le futur et d'actualiser ces flux en dollars d'aujourd'hui. Les difficultés liées à une estimation correcte de la croissance des dividendes par action « g » ne sont pas négligeables. Un changement mineur de cette variable peut causer un impact important du fait que, dans le cadre de ce modèle, l'actualisation des données porte sur l'ensemble des périodes futures, théoriquement jusqu'à l'infini.

[235] Mme McShane utilise, dans un premier temps, les projections des analystes financiers pour établir la valeur du paramètre « g ». Elle utilise également ses propres estimations d'un taux de croissance soutenable à long terme. Le D^r Booth conteste les diverses hypothèses de Mme McShane. Il soumet, entre autres, que l'utilisation des prévisions des analystes financiers fait l'objet d'une grande controverse en raison du caractère trop optimiste de leurs prévisions, tel qu'il a pu être observé de temps à autre dans le passé.

[236] Bien qu'étant en désaccord avec cette hypothèse, Mme McShane soumet que dans la mesure où les investisseurs croient ces prévisions et les intègrent dans leurs décisions, les résultats du modèle AFM constituent un estimé non biaisé des attentes des investisseurs⁴⁷. Une telle conclusion apparaît discutable. Dans le marché privé non réglementé, l'investisseur sera sanctionné par le marché si ses décisions sont basées sur des prévisions d'analystes qui s'avèreraient, en moyenne, trop optimistes. À l'inverse, si les régulateurs devaient baser leurs décisions sur les mêmes prévisions en moyenne trop optimistes des analystes, ce biais serait alors introduit dans les tarifs sans sanction possible par le marché. En pareil cas, un rendement biaisé à la hausse serait réalisé par l'actionnaire au détriment des usagers qui devraient acquitter une facture plus élevée que nécessaire.

[237] Aux fins de l'utilisation des résultats de ce modèle, une preuve détaillée et suffisamment rigoureuse de la détermination de la variable de croissance « g » s'avère donc nécessaire. Les prévisions des analystes auxquelles il est fait référence ne pouvant être testées directement en audience, il est difficile de statuer sur le caractère raisonnable des estimés produits. De plus, l'hypothèse selon laquelle le facteur de croissance des dividendes peut être présumé égal à celui de la croissance nominale de l'économie ne

⁴⁷ Preuve de Mme McShane, pièce B-1, GI-4, document 1, page 57.

repose pas sur une évaluation détaillée et spécifique au présent dossier, mais sur une approche qui serait couramment utilisée dans le milieu financier. Comme ces diverses hypothèses sont déterminantes quant aux résultats de ce modèle, une preuve plus élaborée devrait être produite à cet égard.

Conclusion sur les autres modèles et autres considérations

[238] Pour l'ensemble de ces considérations, les résultats produits par les autres modèles sont utilisés au présent dossier mais leur utilité aux fins de la détermination d'un taux de rendement raisonnable est limitée.

[239] Même s'il est préférable, notamment dans un contexte comme celui qui prévaut actuellement, de pouvoir baser la détermination du taux de rendement de l'actionnaire sur un large éventail d'approches, je conclus, comme mes collègues, que l'utilisation du MÉAF apparaît, au présent dossier, l'approche de référence la plus fiable.

[240] Globalement, considérant le fait qu'aucun modèle ne peut représenter complètement et correctement à lui seul les attentes des investisseurs, un ajustement variant entre 10 et 50 points de base de la fourchette des résultats produits par le MÉAF peut être retenu.

[241] Aux fins de mon appréciation, considérant l'ensemble des motifs exprimés, je retiens la partie inférieure de la plage ainsi établie.

Taux de rendement d'un distributeur repère

[242] Sur la base de ce qui précède, le taux de rendement établi pour un distributeur repère, incluant les frais d'émission, peut être situé dans une fourchette variant entre 8,10 % et 9,51 %. Ce résultat sert de guide dans l'appréciation du rendement à octroyer à Gazifère.

Risque additionnel de Gazifère

[243] Aux fins de l'établissement du rendement de Gazifère, je juge l'ajustement proposé par Mme McShane raisonnable.

[244] En termes de risque d'affaires, le développement de l'entreprise dans les marchés résidentiels et d'affaires s'est poursuivi au cours des derniers dix ans tel qu'il pouvait l'être anticipé. La base de revenus stables de l'entreprise s'est donc renforcée.

[245] La perte récente de grands clients industriels constitue, toutes choses étant égales par ailleurs, un point négatif. Toutefois, la preuve révèle que cette perte est attribuable principalement aux difficultés d'ordre structurel dans un secteur précis d'activité économique et qu'elle ne résulte pas, par exemple, d'une dégradation de la compétitivité du gaz naturel. Enfin, la perte de marge brute y reliée n'affecte pas de façon indue le niveau des tarifs qui en résultent pour les autres usagers.

[246] Par ailleurs, le fait que Gazifère est une entreprise dont la taille ne lui permettrait pas d'accéder en propre aux marchés financiers et que sa notation, le cas échéant, serait vraisemblablement établie à BBB doit être pris en considération.

[247] Pour ces motifs, l'ajustement proposé de 50 points de base apparaît justifié.

[248] Enfin, l'argument du D' Booth concernant le fait que les coûts qui découlent de la petite taille de Gazifère ne devraient pas être facturés aux consommateurs, bien que soulevant un enjeu d'intérêt sur le plan des principes réglementaires, ne peut être retenu dans la mesure où le cadre réglementaire existant de Gazifère repose sur le concept de l'isolement. Une application substantiellement différente de ce concept constitue un enjeu de portée très large dépassant le cadre de la présente audience.

Taux de rendement de Gazifère pour 2011

[249] Sur la base de ce qui précède et d'un taux sans risque de 4,25 %, le rendement de Gazifère peut être situé à l'intérieur d'une plage variant entre 8,60 % et 10,01 %.

Tableau 3
Fourchette d'un rendement raisonnable
sur l'avoir de l'actionnaire pour Gazifère
selon l'opinion minoritaire

	Bas %	Haut %
<u>MÉAF</u>		
1) Taux sans risque	4,25	4,25
2) Prime risque marché (moyennes arithmétiques/données historiques)	5,50	5,75
3) <i>Bêta brut (marché = 1,00)</i>	0,50	0,55
4) Prime risque distributeur repère (4 = 3*2)	2,75	3,16
5) Frais émission	0,30	0,50
6) Sous-total: distributeur repère selon MÉAF avant ajustement	<u>7,30</u>	<u>7,91</u>
7) Prime de risque du distributeur repère et taux sans risque courant	0,40	0,50
8) Prime de risque du distributeur repère et écarts de crédit courants	0,30	0,60
9) Sous-total: distributeur repère selon MÉAF ajusté	<u>8,00</u>	<u>9,01</u>
<u>Autres modèles</u>		
10) Autres modèles et autres considérations	0,10	0,50
<u>Distributeur repère</u>		
11) Sous-total: distributeur repère	<u>8,10</u>	<u>9,51</u>
<u>Gazifère</u>		
12) Risque additionnel GI	0,50	0,50
13) Total Gazifère (13=11+12)	<u>8,60</u>	<u>10,01</u>

[250] Pour l'ensemble des motifs exprimés dans mon opinion, les décisions antérieures de la Régie et le contexte dans lequel évolue le distributeur, je fixerais le rendement raisonnable sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère à 9,40 %.

Formule d'ajustement

[251] Mme McShane propose une nouvelle formule d'ajustement du taux de rendement comportant un facteur d'élasticité inverse de 0,50 pour toute variation future du taux sans risque ainsi qu'un facteur d'élasticité de 0,50 pour toute variation future des écarts de crédit corporatif.

[252] Le D^r Booth propose une formule identique, à l'exception du facteur d'élasticité du taux sans risque qui serait maintenu à 0,75 comme dans la formule existante.

[253] La proposition de Mme McShane est basée sur deux tests. Le premier utilise les rendements alloués par les régulateurs aux États-Unis entre 1995 et 2009 aux fins d'établir les facteurs d'élasticité. Le second test utilise les résultats de la méthode prime de risque établis à l'aide du modèle AFM.

[254] Ces deux tests sont basés sur l'utilisation directe ou indirecte de données provenant du secteur réglementé et s'appuient sur des données américaines. Ceci explique possiblement pourquoi les résultats de la formule proposée reproduisent de plus près l'évolution des rendements alloués aux États-Unis plutôt que celle des rendements alloués au Canada au cours de la période étudiée.

[255] À cet égard, la disponibilité de données et d'analyses portant sur l'élasticité des rendements sur l'équité en lien avec le taux sans risque et les écarts de crédit, mais portant sur des secteurs d'activité autres que les secteurs réglementés, serait possiblement utile.

[256] Par ailleurs, le Dr Booth est d'accord, de façon subsidiaire, avec l'introduction dans la formule d'ajustement d'un second terme représentant l'élasticité de la prime de risque implicite avec l'évolution des écarts de crédit corporatif.

[257] Comme mes collègues, je conclus qu'il est justifié de retenir un tel ajustement à partir de l'exercice 2012. Ceci permettra un ajustement plus rapide de la prime de risque implicite du distributeur en cas de variation substantielle des écarts de crédit dans le futur.

Cet ajustement s'appliquera également de façon symétrique à la hausse ou à la baisse, ce qui vient compléter l'ajustement de base au MÉAF retenu précédemment pour les écarts de crédit courants.

[258] Compte tenu de ces motifs et de l'introduction d'un second terme dans la formule, je conclus qu'il y a lieu de maintenir inchangé, au présent dossier, le facteur d'élasticité relié au taux sans risque.

[259] Ainsi déterminés, il est permis de présumer que ces deux termes pourraient se compenser mutuellement en cas de situations extrêmes, les écarts de crédit ayant généralement tendance à augmenter en situation de fortes diminutions du taux sans risque et inversement. Les résultats produits par la nouvelle formule pourront faire l'objet d'un examen au plus tard après quatre années d'application, soit en temps opportun pour l'exercice débutant en 2016.

[260] Je retiens donc, comme mes collègues, la formule d'ajustement établie pour 2012 et les années suivantes, telle qu'explicitée à l'annexe 1.

3. PLAN D'APPROVISIONNEMENT GAZIER POUR L'EXERCICE 2011 (PHASE 4)

[261] Gazifère n'a pas de service d'approvisionnement gazier, mais planifie, comme par le passé, être approvisionnée par son unique fournisseur de gaz naturel, EGD, qui lui fournit le gaz naturel sous le Tarif 200 établi par la CÉO.

[262] Le Tarif 200, introduit le 1^{er} octobre 1991, est un tarif de service en gros s'appliquant à tout distributeur désirant transporter le gaz naturel dans le système de distribution d'EGD vers différents territoires à l'extérieur de la franchise de cette

dernière. Le 1^{er} octobre 1991, Gazifère a conclu une entente avec EGD pour refléter l'introduction du Tarif 200 qui, depuis, se renouvelle d'année en année, à moins qu'une des deux parties y mette fin. Gazifère obtient donc tous ses services d'approvisionnement d'EGD par le biais du Tarif 200, soit :

- la fourniture du gaz naturel;
- le transport sur TransCanada PipeLines Limited (TCPL);
- l'équilibrage.

[263] Le Tarif 200 permet aussi à Gazifère d'offrir, dès l'année témoin 1991-1992, le service de livraison à ses clients. EGD accepte de céder de façon temporaire sa capacité sur TCPL aux clients de Gazifère qui optent pour le service de livraison.

[264] En date du 1^{er} octobre 1991, Gazifère a signé un contrat de transport avec Niagara Gas Transmission (Niagara) afin de transporter le gaz naturel de l'Ontario au Québec. La base de facturation pour ce service est le coût de service de Niagara tel que reconnu par l'ONÉ.

[265] Ces deux contrats d'approvisionnement gazier et de transport ont été approuvés par la Régie du gaz naturel dans sa décision D-92-28⁴⁸.

[266] Gazifère soumet que son approvisionnement gazier au Tarif 200 répond à tous ses besoins, tels que présentés pour les années 2011 à 2013 au tableau suivant⁴⁹.

⁴⁸ Dossier R-3230-92.

⁴⁹ Pièce B-29, GI-33, document 1.

Tableau 4
Approvisionnements gaziers (10³m³)

Secteurs	2011	2012	2013
Résidentiel	67 827	69 019	70 211
Commercial	65 604	66 259	66 915
Industriel	28 346	28 346	28 346
Programme d'efficacité énergétique résidentiel	(4 661)	(5 000)	(5 339)
Programme d'efficacité énergétique commercial	(2 028)	(2 266)	(2 504)
Total	155 088	156 359	157 630

[267] L'ACIG appuie les demandes de Gazifère⁵⁰.

[268] La FCEI remet en question le niveau proposé par le distributeur pour la projection de la demande en 2011 de ses clients industriels en service interruptible, soit les clients au tarif 9. Elle conteste donc le plan d'approvisionnement proposé par ce dernier⁵¹.

[269] La Régie constate que tous les clients au tarif 9 de Gazifère sont des clients en service de livraison qui fournissent leur propre transport et leur propre fourniture de gaz naturel. Une augmentation de la demande de ces clients se traduira par une faible augmentation des volumes de gaz naturel non facturé et non comptabilisé du distributeur et n'aura pas d'impact sur la demande contractuelle que ce dernier contracte auprès d'EGD⁵².

[270] La Régie considère que les besoins en approvisionnement de Gazifère sont adéquatement comblés par EGD, selon les modalités du Tarif 200 et que le plan d'approvisionnement de Gazifère satisfait aux exigences du *Règlement sur la teneur et la*

⁵⁰ Pièce A-49-3, page 77.

⁵¹ Pièce A-49-3, page 61.

⁵² Pièce A-49-1, pages 109 et 110; pièce B-49, GI-41, document 2, réponse 1.1; pièce B-49, GI-41, document 2.1, colonne « *Comments* ».

périodicité du plan d'approvisionnement. Elle traitera du niveau de la prévision de la demande des clients au tarif 9 du distributeur à la section 5 de la présente décision.

[271] En conséquence, la Régie approuve le plan d'approvisionnement de Gazifère pour l'exercice 2011, sous réserve de sa décision quant au niveau de la prévision de la demande des clients au tarif 9 du distributeur.

4. REVENUS REQUIS DE DISTRIBUTION DE 2011 (PHASE 4)

4.1 APPLICATION DU MÉCANISME INCITATIF

[272] Gazifère a calculé le revenu requis de distribution pour l'année témoin 2011 en appliquant la formule et les paramètres du mécanisme incitatif approuvés par la Régie en Phase 1 du présent dossier⁵³. Le distributeur établit ce revenu requis à 23 523 400 \$, ce qui représente une augmentation moyenne de 0,9 % des tarifs de distribution⁵⁴.

[273] Le revenu requis de distribution de l'année 2010 utilisé dans le cadre de la formule d'ajustement du revenu pour l'année 2011 correspond au revenu requis approuvé par la Régie dans sa décision D-2009-151 au montant de 22 875 900 \$⁵⁵. Ce montant est ajusté à la baisse pour tenir compte des comptes différés, de l'amortissement des comptes de stabilisation, de l'exclusion relative au nouveau système d'information client (système CIS) et de la part des clients de l'excédent de rendement de l'année 2009. Par la suite, Gazifère a réduit ce montant de 853 400 \$ pour ajuster de façon globale le revenu requis de base conformément aux décisions de la Régie. Le revenu requis de distribution de l'année de base 2010 ainsi calculé se chiffre à 20 401 800 \$. Ce montant est utilisé pour déterminer le revenu requis de distribution de l'année 2011 selon la formule d'ajustement approuvée par la Régie⁵⁶.

⁵³ Décisions D-2010-112 et D-2010-112R.

⁵⁴ Pièce B-41, GI-35, document 1.

⁵⁵ Dossier R-3692-2009 Phase 3.

⁵⁶ Pièce B-41, GI-35, document 2.

[274] Gazifère prévoit desservir 37 407 clients en moyenne au cours de l'année témoin 2011, soit une augmentation de 1 041 clients ou 2,8 % par rapport au nombre moyen de clients prévus pour 2010. La Régie constate que le nombre moyen de clients prévus en 2010, incluant les données réelles jusqu'au 31 juillet, est sensiblement le même que celui qu'elle a approuvé pour cette année⁵⁷. Elle constate également que cette augmentation correspond au nombre de nouveaux clients que le distributeur compte desservir avec ses projets d'extension et de modification du réseau en 2011. La Régie est satisfaite des explications du distributeur relatives à ses projections d'additions des clients⁵⁸. Elle note également l'ajout d'un nouveau client industriel au tarif 1 en 2010⁵⁹. La Régie accepte la prévision de Gazifère du nombre moyen de clients pour l'année témoin 2011.

[275] Par ailleurs, la Régie constate que Gazifère utilise le taux nominal d'impôt dans le calcul de l'ajustement du coût du capital (facteur « R »)⁶⁰ conformément à la décision de la Régie. Les exclusions de l'année 2011 totalisent 2 888 200 \$ et Gazifère ne propose aucun facteur exogène pour cette même année.

[276] Gazifère a réduit le revenu requis de distribution pour l'année témoin 2011 de 1 318 200 \$, soit la part de l'excédent de rendement de l'année témoin 2009, incluant les intérêts qui reviennent aux clients, conformément à la décision D-2010-112 de la Régie⁶¹.

[277] Gazifère établit son revenu requis de distribution de l'année 2011 en utilisant un taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de 11,25 %, tel que recommandé par son témoin expert dans le cadre de la Phase 2 du présent dossier⁶².

[278] La Régie constate que le distributeur a calculé le revenu additionnel requis pour l'année témoin 2011 conformément à ses exigences, à la formule d'ajustement du revenu de distribution et aux paramètres du mécanisme incitatif qu'elle a approuvés pour la période du 1^{er} janvier 2011 au 31 décembre 2015⁶³. **Elle s'attend à ce que Gazifère ajuste le calcul des exclusions liées aux projets d'investissements de plus de 450 000 \$, notamment les projets CIS et Chemin Pink, pour refléter le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire qu'elle fixe pour l'année tarifaire 2011.**

⁵⁷ Pièce B-43, GI-41, document 1, réponse 1.1.

⁵⁸ Pièce B-43, GI-41, document 1, réponse 1.3.

⁵⁹ Pièce A-49-1, pages 94 à 97.

⁶⁰ Pièce B-41, GI-35, document 2.2.

⁶¹ Dossier R-3724-2010 Phase 3.

⁶² Pièce B-1, GI-4, document 1.

⁶³ Décision D-2010-112 et D-2010-112R, dossier R-3724-2010 Phase 1.

[279] **La Régie approuve les paramètres utilisés et le calcul fait par Gazifère pour établir le revenu requis de distribution pour l'année témoin 2011, sous réserve de la mise à jour du taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire correspondant à la présente décision, et sujets aux modifications à apporter à l'ensemble des éléments découlant de la présente décision.**

4.2 EXCLUSIONS

[280] Gazifère demande d'approuver les soldes des comptes suivants et de l'autoriser à inclure ces charges dans l'établissement du revenu requis à titre d'exclusion.

Tableau 5
Exclusions pour lesquelles Gazifère demande une autorisation⁶⁴

Charges réglementaires 2011	175 000 \$
Charges réglementaires – compte d'écart 2009	16 032 \$
PGÉÉ 2011	544 067 \$
PGÉÉ – compte d'écart 2009	(28 495 \$)
Quote-part à l'AEÉ 2011	21 563 \$
Quote-part à l'AEÉ – compte d'écart 2009	(34 446 \$)
Mécanisme incitatif axé sur le PGÉÉ 2011	79 000 \$
Fonds CASEP	75 000 \$

[281] **La Régie approuve les montants et permet l'inclusion des exclusions « Charges réglementaires », « PGÉÉ » et « Quote-part à l'AEÉ » ainsi que des comptes d'écart liés à ces postes dans le calcul du revenu requis.**

⁶⁴ Pièce B-35, GI-35, document 2.3.1, page 1; pièce B-41, GI-35, document 2.3, page 1.

[282] En ce qui a trait aux charges réglementaires et au plan global en efficacité énergétique (PGEÉ), la détermination des montants découle de l'utilisation de la comptabilité d'exercice. Pour ce qui est de la quote-part à l'AEÉ, cette exclusion est liée à la facture du premier trimestre 2011. Les comptes d'écart servent à tenir compte des variations entre les sommes budgétées et les sommes réelles encourues.

[283] La Régie traitera des exclusions « *Mécanisme incitatif axé sur le PGEÉ* » et « *Fonds CASEP* » aux sections 8.4 et 8.5 de la présente décision.

4.3 COMPTE DE STABILISATION DU GAZ NATUREL PERDU

4.3.1 ÉVALUATION DU GAZ NATUREL PERDU

[284] Dans sa décision D-2009-151, la Régie demandait à Gazifère de faire rapport au présent dossier tarifaire sur les travaux de développement de nouveaux outils pour estimer en temps opportun le gaz naturel non facturé à chaque fin de mois, à la suite de l'implantation de son système CIS⁶⁵.

[285] Gazifère informe la Régie que le système CIS a été implanté le 14 septembre 2009. Toutefois, elle précise que certaines fonctionnalités prévues initialement et certaines interfaces non essentielles à la facturation n'étaient pas disponibles lors de cette implantation. Ce n'est qu'au mois de mars 2010 qu'elle a élaboré un plan afin de prioriser les fonctionnalités qui n'avaient pas été livrées, le développement d'interfaces et la réparation de certaines fonctionnalités inadéquates. Elle estime que toutes les fonctionnalités manquantes seront complétées à la fin de l'année 2010.

[286] Gazifère indique que l'année 2010 a été une période de stabilisation du système CIS et d'apprentissage pour les usagers et soumet que le développement de nouveaux outils pendant cette période instable n'aurait pas été productif et prudent dans les circonstances.

⁶⁵ Dossier R-3692-2009 Phase 3, page 20.

[287] Gazifère indique qu'elle sera en mesure de poursuivre ses démarches pour trouver la meilleure solution pour le calcul mensuel du gaz naturel non facturé lorsque son système CIS sera pleinement opérationnel. Elle s'engage à faire un suivi à cet égard dans le cadre de son prochain dossier tarifaire⁶⁶.

[288] La Régie est satisfaite des explications fournies par Gazifère et prend acte du fait que cette dernière lui fera rapport sur le développement de nouveaux outils pour estimer en temps opportun le gaz naturel non facturé dans le prochain dossier tarifaire.

4.3.2 TAUX DE GAZ NATUREL PERDU

[289] Conformément aux demandes de la Régie⁶⁷, Gazifère exclut le taux de gaz naturel perdu de l'année 2005, jugé non représentatif par rapport aux autres années, et utilise un taux de gaz naturel perdu de 1,13 % provenant de causes non mesurables en 2009 pour calculer la moyenne mobile de cinq ans⁶⁸.

[290] La Régie est satisfaite du calcul de la moyenne mobile de cinq ans effectué par le distributeur et approuve un taux de gaz naturel perdu de 0,91 % pour l'année témoin 2011.

5. PRÉVISION DE LA DEMANDE DE GAZ NATUREL (PHASE 4)

[291] Gazifère prévoit que 155,1 millions de mètres cubes de gaz naturel seront consommés en 2011. Cette prévision est basée sur une estimation de 63,2 millions de mètres cubes pour le secteur résidentiel, de 63,6 millions de mètres cubes pour le secteur commercial et de 28,3 millions de mètres cubes pour le secteur industriel⁶⁹.

⁶⁶ Pièce B-35, GI-34, document 1, réponse R.16.

⁶⁷ Décision D-2008-144, dossier R-3665-2008 Phase 2, page 21; décision D-2010-112, dossier R-3724-2010 Phase 3, page 21.

⁶⁸ Pièce B-35, GI-40, document 2.2.

⁶⁹ Pièce B-35, GI-36, document 1.

[292] Gazifère soumet que sa projection volumétrique est établie selon les principes qu'elle a toujours utilisés, tant au niveau des services en continu qu'au niveau du service interruptible, soit à partir des contrats signés par les clients⁷⁰.

[293] Gazifère prévoit une demande de 8 674 300 m³ en 2011 pour deux clients industriels au tarif 9⁷¹. La prévision est basée sur les derniers contrats signés à ce jour par ces deux clients. Le distributeur précise qu'il n'est pas en discussion avec d'autres clients potentiels en service interruptible⁷².

[294] La FCEI note des écarts importants entre les prévisions et les volumes réels au tarif 9 du distributeur depuis 2007 et que ces écarts varient d'environ 20 à 30 millions de mètres cubes. Selon elle, ces écarts de prévision ont pour effet de faire supporter à la clientèle du distributeur des coûts annuels indus de l'ordre de 150 000 \$ à 220 000 \$ pour les années 2007 à 2009, tenant compte de leur impact sur l'excédent de rendement du distributeur et sur le taux du Tarif 200 d'EGD. L'intervenante soumet que l'exercice de prévision des volumes du tarif 9 du distributeur présente encore aujourd'hui les mêmes lacunes qu'au cours des dernières années et que, selon elle, tout porte à croire que le coût indu correspondant pour l'exercice 2011 sera du même ordre si la prévision du distributeur est maintenue telle quelle. La FCEI recommande à la Régie, dans le cadre du présent dossier, de revoir à la hausse la prévision de demande pour le tarif 9 de Gazifère et de l'établir à 32 962 000 m³, soit 3,8 fois le niveau proposé par le distributeur⁷³. L'intervenante reconnaît toutefois que le distributeur sera à risque si les volumes de ventes ne se réalisent pas⁷⁴.

[295] La FCEI propose également qu'une révision de la méthode de prévision des volumes interruptibles soit l'objet d'un examen lors du prochain dossier tarifaire⁷⁵.

⁷⁰ Pièce A-49-1, page 101.

⁷¹ Pièce B-35, GI-36, document 1, ligne 21.

⁷² Pièce B-43, GI-43, document 1, réponses 1.4 à 1.6.

⁷³ Pièce C-3-25, pages 3 à 7.

⁷⁴ Pièce A-49-2, page 106.

⁷⁵ Pièce A-49-3, pages 35 à 37.

[296] Gazifère est en désaccord avec la recommandation de la FCEI. Elle souligne qu'elle a toujours utilisé les derniers contrats signés par les clients au tarif 9 au moment d'établir les projections volumétriques de cette clientèle et qu'il s'agit d'une pratique reconnue dans l'industrie à cet égard. Gazifère soumet qu'il doit y avoir une réciprocité absolue entre les contrats signés et le niveau des volumes qu'elle utilise pour établir ses tarifs⁷⁶. De plus, la référence au contrat constitue, selon elle, la façon prudente de prévoir les volumes, notamment dans le cas des clients en service interruptible qui peuvent changer d'une source d'énergie à l'autre selon la situation concurrentielle⁷⁷.

[297] Gazifère souligne également qu'elle n'est plus du tout dans le même contexte que celui qui prévalait durant la période de 2007 à 2009 et que le niveau de volume recommandé par la FCEI n'a été atteint qu'une seule fois en 2008. De plus, elle indique que, sur les deux clients en service interruptible prévus pour 2011, il y a une probabilité que celui qui s'est placé sous la protection de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*⁷⁸ ferme son usine à la fin de 2010⁷⁹. Elle soumet donc que la situation actuelle n'est pas propice pour changer de méthode de prévision des volumes et qu'il serait imprudent de se baser sur les données historiques pour établir les prévisions volumétriques⁸⁰.

[298] Gazifère soumet qu'elle s'expose à un risque, qu'elle considère inacceptable, s'il n'y a pas de réciprocité ou d'adéquation entre les contrats et la projection volumétrique. Elle souligne qu'au surplus, son mécanisme incitatif ne la protège pas en cas de manque à gagner. Gazifère souhaite donc que la méthode utilisée pour établir les projections volumétriques des clients au tarif 9 soit maintenue⁸¹.

[299] Selon l'ACIG, la recommandation de la FCEI d'introduire un facteur multiplicateur pour prévoir la demande des clients au tarif 9 du distributeur s'écarte de la méthode habituelle utilisée par Gazifère, soit celle qui s'en remet au volume contractuel prévu dans les contrats signés avec les clients. L'intervenante soumet que cette recommandation, même pour un an, correspondrait à revoir de façon générique la

⁷⁶ Pièce A-49-1, pages 105, 106, 108 et 109.

⁷⁷ Pièce A-49-1, pages 65, 66, 73 et 74.

⁷⁸ L.R.C., 1985, c. C-36.

⁷⁹ Pièce B-49, GI-41, document 2.

⁸⁰ Pièce A-49-3, pages 9 à 11; pièce B-49, GI-41, document 2.

⁸¹ Pièce A-49-1, page 109; pièce A-49-3, pages 12 à 14.

méthode visant à déterminer les volumes et, par conséquent, serait contraire à la décision D-2010-112 de la Régie⁸². Par ailleurs, l'ACIG est d'avis que cet enjeu devrait faire l'objet d'un examen dans le cadre du prochain dossier tarifaire⁸³.

[300] La Régie rappelle que, dans le cadre de la Phase 1 du présent dossier, l'ACIG remettait en question la provenance des excédents de rendement réalisés par Gazifère depuis la mise en place du mécanisme incitatif⁸⁴ et reliait ces excédents de rendement aux écarts importants de volumes entre la prévision et les ventes réelles au service interruptible. C'est dans ce contexte, et considérant les explications de Gazifère sur l'impact tarifaire des erreurs de prévision⁸⁵, que la Régie statuait qu'il n'y avait pas lieu de modifier de façon générique la méthode de prévision des volumes interruptibles. Elle indiquait cependant que les projections volumétriques pouvaient être examinées dans le cadre des dossiers tarifaires annuels, tout comme les autres éléments pouvant faire l'objet d'une projection⁸⁶.

[301] Dans le cadre de la Phase 4 du présent dossier, la Régie réitère qu'il n'y a pas lieu de modifier de façon générique la méthode de prévision employée par Gazifère. Toutefois, la Régie peut exercer son jugement en vue de retenir une projection vraisemblable pour la clientèle du distributeur, car cette projection a un impact direct sur l'établissement des tarifs de distribution en début d'année.

[302] La Régie considère que la méthode utilisée par Gazifère pour effectuer ses prévisions de demande en 2011 pour la clientèle en service continu donne des résultats acceptables. Elle constate, toutefois, que la prévision du distributeur pour sa clientèle en service interruptible, basée sur les derniers contrats signés, est largement sous-estimée par rapport aux consommations réelles récentes de cette clientèle en 2009 et en 2010⁸⁷. Elle note également qu'une telle sous-estimation a un impact à la hausse sur tous les tarifs du distributeur en début d'année⁸⁸. La Régie juge donc qu'il y a lieu d'ajuster à la hausse la prévision de la demande des clients au tarif 9 du distributeur pour l'exercice 2011.

⁸² Pièce A-49-3, page 78.

⁸³ Pièce A-49-3, pages 77 à 80.

⁸⁴ Pièce C-2-14, section 5.

⁸⁵ Pièce B-21, GI-6, document 3, réponse de Gazifère à l'engagement n° 2, page 4; pièce A-26-4, page 47.

⁸⁶ Décision D-2010-112, dossier R-3724-2010 Phase 1.

⁸⁷ Pièce B-43, GI-43, document 1, réponses 1.4 et 1.5.

⁸⁸ Pièce B-49, GI-41, document 2.2.

[303] La Régie ne retient pas la proposition de la FCEI d'appliquer un facteur multiplicateur de 3,8 au niveau de demande proposé par Gazifère parce que cette proposition ne tient pas compte du contexte dans lequel évolue le distributeur⁸⁹.

[304] Pour l'exercice 2011, la Régie est d'avis que la position concurrentielle du gaz naturel par rapport aux autres formes d'énergie ne devrait pas être très différente de celle qui prévaut en 2010. **Tenant compte du contexte de marché du distributeur et de ses anticipations de ventes réelles en 2010⁹⁰, la Régie fixe à 13 674 300 m³ le niveau raisonnable de projection de la demande de ses clients au tarif 9 pour l'exercice 2011.**

[305] La Régie établit ce niveau de projection comme suit :

- consommation estimée de 2 000 000 m³ pour le client qui s'est placé sous la protection de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*, soit au niveau de son dernier contrat signé;
- consommation estimée de 11 674 300 m³ pour le deuxième client, soit environ 75 % des volumes réels de 15 559 300 m³ anticipés par Gazifère pour ce client en 2010.

[306] La Régie considère qu'en établissant le niveau de prévision de 2011 à environ 57 % de la consommation réelle totale de 23 867 900 m³ anticipée par Gazifère pour ses deux clients au tarif 9 en 2010, elle n'impose pas à cette dernière un risque indu.

[307] La Régie acquiesce à la demande de la FCEI et de l'ACIG et reporte l'examen de la méthode de prévision de la demande de la clientèle au tarif 9 du distributeur au prochain dossier tarifaire.

⁸⁹ Pièce A-49-2, pages 108 à 111.

⁹⁰ Pièce B-43, GI-43, document 1, réponses 1.4 et 1.5.

6. INVESTISSEMENTS RELIÉS AUX PROJETS D'EXTENSION ET DE MODIFICATION DU RÉSEAU INFÉRIEURS À 450 000 \$ (PHASE 4)

[308] Gazifère présente, au tableau suivant, ses dépenses prévisionnelles reliées aux projets d'extension et de modification du réseau de moins de 450 000 \$ ne nécessitant pas d'approbation individuelle⁹¹.

Tableau 6
Projets d'extension et de modification du réseau

Branchements d'immeubles	2 378 400 \$
Conduites principales	2 845 400 \$
Postes de mesurage	98 000 \$
Compteurs	347 100 \$
Sous-total	5 668 900 \$
Contributions	(29 300 \$)
Total	5 639 600 \$

[309] Pour l'année 2011, la réalisation de ces projets devrait permettre à Gazifère de desservir 1 237 nouveaux clients, avec des investissements en capital de 4 360 300 \$ liés aux additions de clients. Le solde des investissements en capital prévus de 1 279 300 \$ est lié à l'entretien du réseau.

[310] Le résultat de l'analyse de rentabilité est positif, puisqu'il démontre que ces investissements dégagent une valeur actuelle nette (VAN) de 2 863 572 \$ et un taux de rendement interne (TRI) de 10,94 %⁹².

[311] L'analyse de rentabilité effectuée par le distributeur est conforme aux exigences de la Régie⁹³.

⁹¹ Pièce B-35, GI-34, document 2.

⁹² Pièce B-35, GI-34, document 2.1.

⁹³ Décision D-2006-58, dossier R-3587-2005 Phase 1; décision D-2006-158, dossier R-3587-2005 Phase 2.

[312] Gazifère présente l'évolution depuis 2006 des investissements en capital liés à l'addition de clients et des investissements liés à l'entretien. Elle présente également l'évolution, sur la même période, des coûts moyens des branchements liés aux additions des clients, les coûts moyens par kilomètre de conduites principales et les coûts des postes de mesurage et des compteurs. La Régie note que ces investissements et ces coûts présentent des variations raisonnables sur la période de 2006 et 2011. Elle est satisfaite des explications du distributeur à cet égard⁹⁴.

[313] L'ACEFO recommandé à la Régie de demander au distributeur d'appliquer un indicateur d'investissements liés à l'entretien par kilomètre de conduites ou par valeur de l'actif du distributeur afin d'avoir une meilleure idée de la façon dont le distributeur évolue au niveau de son efficacité et de voir s'il y a lieu pour ce dernier de faire des efforts supplémentaires⁹⁵. La Régie note que l'intervenante présente sa recommandation pour la première fois lors de son argumentation, sans l'étayer ni dans son mémoire ni lors de la présentation de sa preuve en audience. Par ailleurs, l'objectif poursuivi par cette intervenante est imprécis, tenant compte du mécanisme incitatif de Gazifère. La Régie ne retient donc pas sa recommandation.

[314] La Régie est satisfaite de l'analyse effectuée par Gazifère et de la rentabilité des investissements reliés aux projets d'extension et de modification du réseau du distributeur dont le coût de chacun des projets est inférieur à 450 000 \$ et autorise les déboursés de 5 639 600 \$ qui y sont reliés.

7. MÉTHODE DE RÉCUPÉRATION DES REVENUS ADDITIONNELS REQUIS DE DISTRIBUTION (PHASE 4)

[315] Gazifère propose d'allouer son revenu de distribution de l'exercice 2011 par classe tarifaire selon la méthode d'allocation des coûts approuvée par la Régie dans sa décision D-2006-158⁹⁶.

⁹⁴ Pièce B-43, GI-42, document 1.

⁹⁵ Pièce A-49-3, pages 69 et 70.

⁹⁶ Dossier R-3587-2005 Phase 2.

[316] Gazifère propose également de maintenir les obligations minimales mensuelles de ses tarifs de distribution à leur niveau de 2010. Elle justifie sa proposition en indiquant que les obligations minimales mensuelles de 2010, appliquées au nombre de clients ou volumes contractuels de l'exercice 2011, lui permettent d'obtenir sensiblement le même niveau de récupération des coûts fixes en raison de la faible augmentation proposée des tarifs de distribution⁹⁷.

[317] Le distributeur propose toutefois un ajustement à la hausse de 25 000 \$ des revenus qui seront alloués au tarif 2 du service résidentiel et institutionnel et un ajustement à la baisse correspondant de 25 000 \$ des revenus qui seront alloués au tarif 1 du service général. Il soumet que ces ajustements permettent d'améliorer le ratio revenu/coût (ratio R/C) du tarif 2 tout en maintenant celui du tarif 1 à son niveau de 2010. De plus, le distributeur précise que l'allocation qu'il propose permet également de maintenir le ratio R/C de son tarif 5 à son niveau de 2010 et d'améliorer les ratios R/C de ses tarifs 3 et 9⁹⁸.

[318] Gazifère explique le mode de répartition qu'elle a retenu pour chacune des composantes de l'ajustement global de -833 400 \$ de son revenu requis de l'année de base 2010⁹⁹, conformément à la demande de la Régie¹⁰⁰.

[319] La Régie est satisfaite du mode de répartition proposé par Gazifère. Elle est également satisfaite des explications du distributeur relatives à sa proposition de maintien des obligations minimales mensuelles des tarifs de distribution à leur niveau de 2010.

[320] La Régie constate que les ajustements tarifaires proposés par Gazifère pour l'année témoin 2011 améliorent les ratios R/C des tarifs 2, 3 et 9 et contribuent à maintenir ceux des tarifs 1 et 5 à leur niveau de 2010¹⁰¹.

[321] La Régie note que Gazifère prévoit déposer une étude complète d'allocation des coûts lors du renouvellement de son mécanisme incitatif en 2014¹⁰².

⁹⁷ Pièce B-35, GI-39, document 1, réponse A.8.

⁹⁸ Pièce B-35, GI-39, document 1, réponse A.7.

⁹⁹ Pièce B-35, GI-38, document 1, réponse A.6; pièce B-43, GI-41, document 1, réponse 4.1.

¹⁰⁰ Décision D-2010-112, dossier R-3724-2010 Phase 1.

¹⁰¹ Pièce B-35, GI-39, document 1, page 4, tableau 1.

¹⁰² Pièce A-49-1, pages 115 à 118.

[322] La Régie approuve la méthode proposée par Gazifère pour récupérer ses revenus additionnels requis de distribution en 2011. Considérant les impacts tarifaires des ajustements proposés et afin de lui permettre de faire un suivi régulier de l'interfinancement entre les tarifs, la Régie demande au distributeur de déposer, à partir du prochain dossier tarifaire, le calcul des ratios R/C pour chaque classe tarifaire, tel que présenté au tableau 1 de la pièce B-35, GI-39, document 1.

8. BUDGETS VOLUMÉTRIQUE ET MONÉTAIRE DU PGEÉ (PHASE 4)

8.1 RÉSULTATS AU 30 JUIN 2010

[323] Gazifère dépose les résultats du PGEÉ pour les six premiers mois de l'année témoin 2010¹⁰³ conformément à la demande de la Régie dans la décision D-2006-158¹⁰⁴.

[324] La Régie constate que Gazifère évalue les économies d'énergie réelles en multipliant le nombre de participants réel (net d'opportunisme) par l'économie unitaire basée sur le cas type établi pour le programme. Pour le secteur résidentiel, cette façon de faire ne pose pas de problème. En effet, ce marché étant assez homogène, il est probable qu'en moyenne, un participant à un programme ait une consommation similaire à celle du cas type.

[325] Dans le secteur commercial, en raison de la diversité de la clientèle, le cas type n'est pas nécessairement représentatif. D'ailleurs, en réponse à une demande de renseignements de la Régie, Gazifère présente les consommations réelles moyennes des participants aux différents programmes commerciaux pour les six premiers mois de 2010¹⁰⁵. La comparaison de ces données réelles avec celles des cas types des programmes¹⁰⁶ montre que les participants réels ont des consommations beaucoup plus faibles que les participants types. Ce constat ne s'applique cependant pas au programme « *Chauffe-eau efficace – petit réservoir* ».

¹⁰³ Pièce B-43, GI-37, documents 2 et 3.

¹⁰⁴ Dossier R-3587-2005 Phase 2.

¹⁰⁵ Pièce B-44, GI-41, document 1, page 20.

¹⁰⁶ Pièce B-35, GI-37, document 1, page 51.

[326] La Régie considère que les économies réelles rapportées par le distributeur doivent, autant que possible, refléter la réalité. Elle reconnaît que certains éléments des cas types ne peuvent être revus qu'en évaluation. C'est effectivement le cas pour le taux d'opportunisme et le pourcentage d'économies que le programme permet d'obtenir. Par contre, sans avoir fait d'évaluation, les résultats d'une année permettent d'obtenir, outre le nombre de participants, la consommation réelle de ces participants (normalisée pour la température) et le coût réel du programme.

[327] Les économies unitaires d'un programme d'efficacité énergétique représentent, règle générale, un pourcentage de la consommation du participant pour l'usage auquel le programme s'adresse. Par exemple, l'utilisation d'un chauffe-eau à condensation amènera une réduction de la consommation pour le chauffage de l'eau qui sera un pourcentage de la consommation habituelle liée à cet usage. En utilisant un chauffe-eau à condensation, un participant ayant une importante consommation associée au chauffage de l'eau économisera un volume de gaz naturel plus grand que celui qui a une consommation plus faible pour ce même usage.

[328] Compte tenu de l'écart constaté entre la consommation totale réelle des participants aux programmes commerciaux de Gazifère en 2010 et la consommation totale attendue dans les cas types, la Régie demande à Gazifère de revoir les économies volumétriques réelles des programmes commerciaux présentées pour les six premiers mois de 2010. Elle demande au distributeur de déposer les résultats corrigés au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h.

8.2 APPROBATION DES BUDGETS VOLUMÉTRIQUE ET MONÉTAIRE

[329] Le PGEÉ 2011 comporte 16 programmes [8 résidentiels et 8 commerciaux et institutionnels (CI)]. Les seuls changements par rapport à 2010 sont le retrait du programme « *Chauffe-eau instantané* » et l'ajout d'un programme « *Récupérateur de chaleur des eaux de douche – coopératives d'habitation et organismes à vocation sociocommunautaire* ».

[330] Gazifère soumet les projections suivantes pour 2011.

Tableau 7

Projections PGÉE 2011 Gazifère

Programmes	Économies totales m ³	Aide finan- cière totale (\$)
Secteur résidentiel		
Thermostats programmables – marché existant (achat)	13 028	7 392
Thermostats programmables – marché existant (location)	15 135	13 332
Thermostats programmables – marché existant (volet communautaire)	333	264
Trousse de produits économiseurs d'eau chaude (pompe de douche)	14 035	2 005
Trousse de produits économiseurs d'eau chaude (brise-jet)	2 526	1 203
Trousse de produits économiseurs d'eau chaude (isolant)	2 246	401
Trousse de produits économiseurs d'eau chaude (abaissement temp. chauffe-eau)	54 960	0
Chauffe-eau efficace (location)	119 284	0
Récupérateur de chaleur des eaux de douche	2 600	2 000
Chaudière à efficacité supérieure (achat)	1 580	2 500
Chaudière à efficacité supérieure (location)	1 580	2 500
Aide financière à la rénovation–Coop. d'habitation et organismes à vocation sociocommunautaire	28 810	57 620
Récupérateur de chaleur des eaux de douche–Coop.d'habitations et organismes à vocation sociocommunautaire	22 000	77 000
Sous-total résidentiel	278 117	166 217
Secteur commercial et institutionnel (C&I)		
Appui aux initiatives – Optimisation énergétique des bâtiments	91 076	40 000
Chauffe-eau efficace (petit réservoir)	490	0
Chauffe-eau efficace (grand réservoir)	15 400	0
Chaudière à efficacité intermédiaire (achat)	27 557	16 500
Chaudière à efficacité intermédiaire (location)	16 534	9 900
Chauffe-eau à efficacité intermédiaire (achat)	9 142	3 000
Chauffe-eau à efficacité intermédiaire (location)	6 094	2 000
Chauffe-eau à condensation (achat)	11 821	6 000
Chauffe-eau à condensation (location)	11 821	6 000
Chaudière à condensation (achat)	52 154	30 000
Chaudière à condensation (location)	15 646	9 000
Étude de faisabilité	29 939	4 000
Unité de chauffage à l'infrarouge	14 699	2 450
Sous-total C&I	302 372	128 850
Total programmes	580 489	295 067
Autres frais		244 000
Évaluation		5 000
Grand total	580 489	544 067

[331] Le budget global du PGEÉ de Gazifère passe de 448 227 \$ en 2010 à 544 067 \$ en 2011, ce qui représente une augmentation de 21 %. Les économies d'énergie prévues atteignent 580 489 m³ par rapport à des prévisions de 502 107 m³ en 2010, soit une augmentation de 16 %.

[332] Les budgets consacrés à la clientèle des ménages à faible revenu (MFR) atteignent 24,8 % du budget total du PGEÉ. Le budget pour la clientèle résidentielle, excluant les budgets spécifiques à la clientèle MFR, ne représente plus que 6 % du budget total, alors que cette proportion était de 18 % en 2010. Le tronc commun représente 47 % du PGEÉ, alors que cette proportion était de 46 % en 2010.

[333] La Régie approuve le PGEÉ 2011, sous réserve des modifications demandées ci-après, et demande à Gazifère de déposer, au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h, selon le format du tableau 7, les budgets monétaire et volumétrique du PGEÉ intégrant ces modifications.

[334] Gazifère dépose les cas types de tous les programmes du PGEÉ 2011¹⁰⁷. Pour certains programmes, le distributeur propose d'utiliser les cas types du Fonds en efficacité énergétique (FEÉ) ou ceux du PGEÉ de Gaz Métro.

[335] La Régie constate que les participants types des programmes commerciaux de Gazifère consomment tous (sauf pour les programmes « *chauffage infrarouge* » et « *chauffe-eau à petit réservoir* ») plus de 100 000 m³/an. En réponse à une demande de la Régie, le distributeur donne la répartition des clients commerciaux en fonction de leur consommation réelle¹⁰⁸. La Régie note qu'il n'y a que 3,2 % de la clientèle commerciale de Gazifère qui consomme plus de 100 000 m³/an. En fait, la très grande majorité des clients (82,5 %) consomme moins de 20 000 m³/an.

[336] Les données de participation aux programmes commerciaux, pour les années 2008, 2009 et 2010, présentées par Gazifère en réponse à une demande de la Régie¹⁰⁹ tendent à démontrer, à quelques exceptions près, que la consommation des cas types des programmes du secteur commercial est trop élevée et n'est donc pas représentative de la consommation de la clientèle commerciale du distributeur.

¹⁰⁷ Pièce B-35, GI-37, document 1, pages 50 et 51.

¹⁰⁸ Pièce B-44, GI-41, document 1, page 19.

¹⁰⁹ Pièce B-44, GI-41, document 1, page 20.

[337] La Régie considère que les cas types des programmes du PGEÉ doivent refléter le plus possible les caractéristiques de consommation des clients du distributeur visés par les différents programmes. Ces cas types servent à prévoir l'impact du PGEÉ sur la demande que le distributeur devra approvisionner et ont donc un effet sur les tarifs.

[338] Même si l'utilisation des cas type de Gaz Métro peut être utile comme point de départ, ces cas type doivent être validés avec les données propres à Gazifère pour s'assurer de leur pertinence. **La Régie demande au distributeur de revoir les paramètres des cas types relatifs à la consommation des participants [consommation totale, consommation par usage et économie unitaire (en m³)] à partir des données réelles de participation et des caractéristiques de la clientèle visée par les programmes du secteur CI. Elle lui demande également de déposer, au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h, une mise à jour des cas types et les prévisions [volumétriques, budgétaires et test du coût total en ressources (TCTR)] du PGEÉ 2011, ajustées en tenant compte de ces révisions.**

8.3 ANALYSE ÉCONOMIQUE DES PROGRAMMES

[339] Globalement, le TCTR du PGEÉ est positif. La faible valeur des coûts évités a pour résultat que certains programmes existants affichent un TCTR négatif pour 2011. Ce sont, au secteur résidentiel, les programmes « *Chauffe-eau efficace (volet location)* », « *Récupérateur de chaleur des eaux de douche* » et « *Chaudières à efficacité supérieure (volets achat et location)* » et, au secteur CI, le programme « *Chauffe-eau efficace (petit réservoir)* ».

[340] En audience, S.É./AQLPA signale que Gazifère n'inclut pas les dépenses du tronc commun lorsqu'elle évalue le test de neutralité tarifaire (TNT) global du PGEÉ. Le distributeur indique que ce test n'étant pas un indicateur décisionnel, il ne juge pas important d'inclure les dépenses du tronc commun dans son résultat.

[341] **La Régie considère que le TNT donne une indication de l'impact sur les tarifs du PGEÉ dans son ensemble. En conséquence, elle demande à Gazifère d'inclure les dépenses du tronc commun dans le calcul du TNT.**

[342] **La Régie prend acte de l'analyse de rentabilité du PGEÉ 2011, sous réserve de l'impact sur cette rentabilité des modifications demandées dans la présente décision.**

8.4 MÉCANISME INCITATIF AXÉ SUR LE PGEÉ

[343] En 2011, Gazifère souhaite introduire un mécanisme incitatif axé sur la performance de son PGEÉ. Le distributeur propose la mise en place d'une bonification comprenant une composante fixe liée à l'atteinte d'une cible et une composante variable liée au dépassement des bénéfices nets actualisés (BNA) du PGEÉ prévus en début d'année.

[344] Gazifère fait référence aux mécanismes incitatifs liés à l'efficacité énergétique en place chez cinq distributeurs de gaz naturel nord-américains :

- EGD (Ontario);
- FortisBC (Colombie-Britannique);
- Gaz Métro (Québec);
- CenterPoint Energy (Minnesota et Texas);
- Pacific Gas and Electric (Californie).

[345] En réponse à des demandes de la Régie, le distributeur indique qu'il ne dispose d'informations que sur les mécanismes incitatifs de trois des cinq distributeurs (Gaz Métro, EGD et FortisBC). Il n'explique toutefois pas comment les incitatifs à la performance en efficacité énergétique de ces trois distributeurs s'intègrent dans la bonification liée à leur performance globale¹¹⁰.

[346] Le GRAME appuie la proposition de Gazifère. L'intervenant invoque l'équité avec Gaz Métro pour justifier sa position. Il précise toutefois que la bonification de Gaz Métro a été compensée partiellement par une modification du revenu plafond et indique que la comparaison des deux mécanismes est difficile¹¹¹.

¹¹⁰ Pièce B-44, GI-41, document 1, pages 22 et 23.

¹¹¹ Pièce C-4-14, pages 7 à 12.

[347] L'UMQ appuie le principe d'un incitatif mais propose de réduire la portion fixe et de plafonner la bonification totale¹¹².

[348] L'ACEFO considère que Gazifère a intérêt à promouvoir l'efficacité énergétique en l'absence d'incitatif mais ne s'objecte pas au principe d'un tel incitatif. Elle propose des modifications au calcul de l'incitatif, une réduction de ce dernier et l'élimination du compte d'écart relatif au PGEÉ¹¹³.

[349] La FCEI s'oppose à l'introduction d'un incitatif à la performance du PGEÉ. L'intervenante souligne que l'interprétation de Gazifère sur l'asymétrie de la bonification accordée à Gaz Métro dans le cadre de son mécanisme incitatif ne tient pas compte du fait que cette bonification a une contrepartie qui est la réduction du revenu plafond. L'intervenante soulève un doute sur la validité de l'analyse de Gazifère des mécanismes des autres distributeurs qu'elle cite en exemple¹¹⁴.

[350] Gazifère est d'avis que l'amélioration de la performance du PGEÉ doit passer par la bonification des efforts qui y sont rattachés. En réponse à une demande de la Régie, Gazifère indique que les activités en efficacité énergétique occasionnent des investissements en ressources humaines pour lesquels elle n'est pas compensée. Ainsi, le distributeur n'inclut pas au tronc commun les coûts associés à l'implication des gestionnaires et du personnel de tous les secteurs d'activités de l'entreprise (ventes, réglementation, opérations, comptabilité, communication, etc.). Il invoque également le fait que le mandat de gestion et de développement du PGEÉ est, depuis 2006, confié principalement à ses employés plutôt qu'à une firme de consultants¹¹⁵. En audience, le distributeur explique que c'est par souci de simplicité qu'il ne comptabilise pas toutes les heures consacrées à l'efficacité énergétique par du personnel non attiré à ces activités¹¹⁶.

[351] La Régie note que Gazifère est pleinement compensée pour les coûts associés à la mise en œuvre de son PGEÉ par un compte d'écart. De plus, les coûts du PGEÉ sont traités comme une exclusion dans le mécanisme incitatif, ce qui fait que le distributeur

¹¹² Pièce C-6-17, pages 14 à 19.

¹¹³ Pièce C-1-32, pages 7 à 10.

¹¹⁴ Pièce C-3-25, pages 8 à 11.

¹¹⁵ Pièce B-44, GI-41, document 1, pages 23 et 24.

¹¹⁶ Pièce A-49-2, page 56.

n'encourt aucun risque à cet égard. Le distributeur indique vouloir maintenir ce compte en plus de l'incitatif qu'il propose¹¹⁷.

[352] Gazifère soulève également l'élimination du compte d'écart volumétrique (CEV) comme élément pour justifier un incitatif à la performance. La Régie note, comme la FCEI, que le distributeur a reconnu, en Phase 1 du présent dossier, que ce compte n'est plus requis, compte tenu des faibles montants qui y ont été comptabilisés dans les dernières années¹¹⁸.

[353] La Régie est d'avis que la comparaison avec le régime en vigueur chez Gaz Métro est inadéquate, puisque l'introduction de cette bonification chez cette dernière a été, pour l'essentiel, compensée par une diminution du revenu plafond, tel que souligné par la FCEI.

[354] Compte tenu de ce qui précède, la Régie considère que l'introduction d'un incitatif à la performance du PGEÉ, au-delà de la bonification que le distributeur peut obtenir dans le cadre de son mécanisme incitatif, n'est pas justifiée. Elle refuse la proposition de Gazifère.

8.5 COMPTE D'AIDE À LA SUBSTITUTION DES ÉNERGIES POLLUANTES (CASEP)

[355] Gazifère propose la mise en place d'un CASEP dans le secteur résidentiel. Le distributeur indique qu'un tel programme l'aidera à diminuer les émissions de gaz à effet de serre (GES) sur le territoire qu'elle dessert et permettra la densification du réseau actuel par l'ajout de clients.

[356] Le programme proposé offrirait une aide financière de 825 \$ à des nouveaux clients souhaitant convertir au gaz naturel leur système de chauffage au mazout léger ou au propane. Pour l'année 2011, Gazifère prévoit 91 participants au programme, pour un budget total de 75 000 \$¹¹⁹. Le distributeur indique, en réponse à une demande de la

¹¹⁷ Pièce B-44, GI-41, document 1, page 25.

¹¹⁸ Pièce A-26-1, pages 180 et 181.

¹¹⁹ Pièce B-35, GI-37, document 1, page 27.

FCEI, que le nombre de conversions prévu en 2011, en l'absence d'un CASEP, serait de 57¹²⁰. La mise en place d'un CASEP permettrait donc un gain de 34 conversions.

[357] Le GRAME recommande l'approbation du CASEP pour les mêmes motifs que le distributeur¹²¹.

[358] S.É./AQLPA recommande également l'approbation du CASEP proposé par Gazifère, dans la mesure où le distributeur évalue le taux d'opportunité du programme¹²². En audience, l'intervenant indique que l'analyse de la rentabilité du CASEP devrait tenir compte du taux d'opportunité. Il précise que les 57 participants prévus pour 2011, si le CASEP n'est pas mis en place, peuvent être considérés comme des opportunistes¹²³.

[359] L'UMQ appuie l'introduction d'un CASEP, mais recommande que le budget proposé soit réduit à 50 000 \$. L'intervenante propose que l'aide financière soit moins élevée pour les opportunistes. Elle n'indique toutefois pas comment le distributeur pourrait identifier cette catégorie de participants a priori¹²⁴.

[360] La FCEI conteste les hypothèses utilisées par le distributeur pour effectuer son analyse de rentabilité. L'intervenante soutient que la consommation prévue pour les nouveaux clients est trop élevée et que le distributeur devrait tenir compte des opportunistes dans son calcul. À partir d'hypothèses modifiées, la FCEI calcule que les périodes de retour sur l'investissement vont atteindre près de 10 ans pour le participant et plus de 50 ans pour le distributeur si le CASEP proposé est approuvé. L'intervenante recommande de refuser la proposition de Gazifère¹²⁵.

[361] La FCEI demande que l'ensemble du coût de 75 000 \$ proposé par Gazifère pour le CASEP soit utilisé afin d'alléger le niveau d'interfinancement entre le tarif 2 et les autres tarifs du distributeur. Elle justifie sa demande en tenant pour acquis que la clientèle au tarif 2 du distributeur est en mesure d'absorber cette hausse de coût¹²⁶. L'intervenante

¹²⁰ Pièce B-43, GI-44, document 1, page 37.

¹²¹ Pièce C-4-14, pages 17 à 22.

¹²² Pièce C-5-16, pages 3 à 7.

¹²³ Pièce A-49-2, page 149.

¹²⁴ Pièce C-6-17, pages 20 à 22.

¹²⁵ Pièce C-3-25, page 15.

¹²⁶ Pièce C-3-25, page 17.

reconnaît cependant qu'elle n'a pas évalué l'impact de sa demande sur le niveau d'interfinancement des autres tarifs de distribution du distributeur¹²⁷.

[362] La Régie est d'avis que toute proposition d'ajustement de l'interfinancement doit s'appuyer sur une réflexion plus globale quant à la stratégie tarifaire que Gazifère compte suivre. D'ailleurs, elle considère que toute question de cette nature n'a aucun lien propre avec le fait d'accepter ou non la proposition du CASEP du distributeur. La Régie juge donc qu'il n'est pas opportun de donner suite à la recommandation de la FCEI.

[363] Gazifère présente une analyse de la rentabilité du CASEP pour elle et pour les participants. Cette analyse est basée sur un coût total de conversion de 4 500 \$ pour le participant et un coût de raccordement de 1 770 \$ pour le distributeur.

[364] En audience, Gazifère explique ne pas avoir tenu compte des opportunistes dans son analyse du CASEP parce qu'il ne s'agit pas d'un programme d'efficacité énergétique et que cette notion, selon elle, ne s'applique qu'à ce type de programme. Le distributeur précise que Gaz Métro ne tient pas compte des opportunistes lorsqu'elle évalue la performance de son CASEP¹²⁸.

[365] En réponse à des questions de la Régie, le distributeur indique que le montant de 4 500 \$ retenu comme coût de conversion est un coût moyen, basé sur des cas réels, qui inclut les équipements et leur installation. Le distributeur est incapable d'évaluer le surcoût entre l'installation d'un système au gaz naturel et les autres options qui s'offrent au client potentiel qui choisirait de remplacer son système de chauffage au mazout.

[366] Quant à ses prévisions de participation, le distributeur n'est pas en mesure de dire quelle est la proportion de participants qui remplacent leur appareil au mazout parce que celui-ci a atteint la fin de sa vie utile et la proportion de ceux qui remplacent un appareil en bon état pour réduire leur coût d'énergie ou pour réduire la quantité de GES émise¹²⁹.

[367] Le CASEP de Gaz Métro et celui proposé par Gazifère ne sont pas de même nature. Dans le premier cas, il s'agit d'un programme intégré dans le mécanisme incitatif du distributeur qui s'applique à toute la clientèle. Les montants utilisés sont déterminés au

¹²⁷ Pièce A-49-2, pages 104 et 105.

¹²⁸ Pièce A-49-2, pages 14 à 16.

¹²⁹ Pièce A-49-2, pages 51 à 53.

cas par cas en fonction de ce qui est requis pour amener le point mort tarifaire des coûts d'extension de réseau au même niveau que celui du plan de développement normal. Le CASEP proposé par Gazifère est plutôt similaire à un programme d'efficacité énergétique où une subvention est versée à tous les clients qui effectuent une conversion au gaz naturel.

[368] Dans sa cause tarifaire 2009¹³⁰, Gazifère avait jugé non pertinent d'introduire un CASEP. Le distributeur considérait la situation du gaz naturel plutôt favorable et jugeait déraisonnable d'imposer de nouveaux frais à la clientèle¹³¹. En réponse à une demande de la Régie dans le présent dossier, le distributeur reconnaît que, par rapport à la situation qui prévalait en 2008, le coût du gaz naturel est plus bas en 2010 et est en meilleure position concurrentielle par rapport à l'électricité¹³². En audience, il explique cependant que le nombre de conversions qu'il observe est en déclin depuis 2008 et qu'il se doit de réagir et innover¹³³.

[369] Compte tenu du modèle de CASEP proposé par Gazifère, la Régie considère qu'il doit être examiné de la même façon qu'un programme d'efficacité énergétique.

[370] Ainsi, l'analyse de rentabilité doit prendre en compte le taux d'opportunisme du programme. Dans la situation actuelle, en absence d'évaluation formelle, la Régie juge que la meilleure approximation pour ce taux est 64 %, soit le rapport entre les prévisions de conversions sans et avec CASEP (57/91). La Régie juge de plus qu'une telle intervention dans le marché doit se justifier sur la base du surcoût que le choix du gaz naturel impose au client par rapport à d'autres formes d'énergie.

[371] Sur cette base, et compte tenu du taux élevé d'opportunisme anticipé, la Régie considère qu'il n'y a pas lieu d'accepter le programme proposé.

¹³⁰ Dossier R-3665-2008.

¹³¹ Décision D-2008-144, page 42.

¹³² Pièce B-44, GI-41, document 1, pages 27 et 28.

¹³³ Pièce A-49-2, page 139.

8.6 SUIVI DE DÉCISIONS ANTÉRIEURES DE LA RÉGIE

[372] Conformément à une demande de la Régie¹³⁴, Gazifère dépose une mise à jour de son plan d'évaluation de ses programmes d'efficacité énergétique. En 2011, elle prévoit dépenser 5 000 \$ pour des activités d'évaluation.

[373] Selon son calendrier d'évaluation déposé dans le dossier R-3692-2009, Gazifère prévoyait évaluer les programmes « *Appui aux initiatives – optimisation énergétique des bâtiments* » et « *Chaudière à efficacité intermédiaire (volets achat et location)* » du secteur CI. Ces deux évaluations n'ont pu être conduites, faute d'un nombre suffisant de participants et sont reportées à 2011.

[374] En 2010, Gazifère a procédé à l'évaluation de deux programmes, « *Trousse de produits économiseurs d'eau chaude* » et « *Chauffe-eau instantané* », dont elle dépose les résultats. Dans le cas du « *Chauffe-eau instantané* », il s'agit d'un suivi de la décision D-2009-151¹³⁵.

[375] À la suite de l'évaluation du projet-pilote « *Chauffe-eau instantané (volets achat et location)* », Gazifère propose le retrait de tous les volets de ce programme. Le surcoût élevé, les faibles économies unitaires et l'ampleur du taux d'opportunité net constaté (44 %) amènent le distributeur à conclure que ce programme ne sera jamais rentable¹³⁶.

[376] S.É./AQLPA et ACEFO demandent le maintien du programme en attendant les résultats d'une évaluation d'un programme similaire que Gaz Métro doit réaliser dans la prochaine année. Les deux intervenants soulignent que le taux d'opportunité utilisé actuellement par Gaz Métro est plus faible que celui mesuré par Gazifère. La Régie ne retient pas cette recommandation. Elle considère que, dans le contexte qui lui est propre, Gazifère a les compétences suffisantes pour réaliser des évaluations et qu'elle utilise des méthodes qui lui permettent d'avoir un portrait réaliste de la performance de ses programmes dans son marché.

¹³⁴ Décision D-2007-130, dossier R-3637-2007 Phase 2, pages 26 et 27.

¹³⁵ Dossier R-3692-2009, page 37.

¹³⁶ Pièce B-35, GI-37, document 1, page 15.

[377] L'évaluation du programme « *Trousse de produits économiseurs d'eau chaude* » amène une révision des cas types des différents volets de ce programme et l'introduction d'un taux d'opportunité net de 30 % pour les volets offrant des produits gratuits.

[378] **La Régie prend acte du plan d'évaluation, des coûts s'y rattachant et des résultats des évaluations réalisées en 2010. Elle accepte le retrait du programme « *Chauffe-eau instantané* ».**

[379] Dans la décision D-2009-151, la Régie demandait à Gazifère d'inclure, dans son prochain sondage de satisfaction de la clientèle, des questions sur l'adoption des mesures d'efficacité énergétique visées par les programmes « *Trousse de produits économiseurs d'eau chaude* », « *Thermostat programmable* » et « *Chauffe-eau efficace (location)* » et de rapporter les résultats obtenus dans le présent dossier tarifaire¹³⁷.

[380] Pour ce qui est du programme « *Trousse de produits économiseurs d'eau chaude* », les résultats du sondage montrent que seulement 8,3 % des clients ont profité de l'offre gratuite de produits économiseurs d'eau chaude. Au moment du sondage, 33 % des participants n'avaient pas ou plus en place les produits offerts. Le sondage a également permis de constater que 21 % des clients avaient tout de même installé des produits économiseurs d'eau chaude sans avoir participé au programme¹³⁸. Le distributeur mentionne également que 7 participants sur les 117 sondés (6 %) avaient augmenté la température de leur chauffe-eau après l'intervention de Gazifère pour la réduire. Il explique ne pas avoir intégré de taux d'effritement pour tenir compte de ce phénomène, compte tenu que le sondage montrait qu'un pourcentage plus élevé de participants avaient diminué la température de leur chauffe-eau.

[381] L'ACEFO conteste la justification de Gazifère de ne pas tenir compte des participants qui augmentent la température de leur appareil et recommande qu'un taux d'effritement de 6 % soit intégré aux résultats du volet réduction de la température du chauffe-eau.

[382] À partir de ces résultats, Gazifère évalue le potentiel résiduel théorique de ce programme à plus de 30 ans. Le distributeur précise, à la suite d'une demande de la

¹³⁷ Dossier R-3692-2009, page 38.

¹³⁸ Pièce B-35, GI-37, document 1, page 14.

Régie, que pour le volet réduction de la température du chauffe-eau, ce potentiel théorique est de 7,5 ans.

[383] En audience, Gazifère indique que lors de l'installation d'un chauffe-eau efficace en location, elle réduit systématiquement la température du chauffe-eau installé¹³⁹. Compte tenu du nombre d'appareils efficaces que Gazifère a installés depuis la mise en place du programme « *chauffe-eau efficace* » (au 31 décembre 2008, il y avait eu 27 788 participants à ce programme¹⁴⁰), il semble que le potentiel résiduel associé à la réduction de la température du chauffe-eau ne comprenne que des nouveaux clients et des participants qui ont augmenté la température de leur chauffe-eau après que celle-ci ait été ajustée à la baisse.

[384] La Régie prend acte des nouveaux cas types du programme « *Trousse de produits économiseurs d'eau chaude* ». Elle constate qu'il reste encore un potentiel significatif dans ce programme, sauf pour ce qui est du volet réduction de la température du chauffe-eau. Dans ce dernier cas, elle demande à Gazifère de ne comptabiliser des réductions de consommation que dans les cas où son intervention résulte en une réduction effective de la température de l'appareil. Par ailleurs, la Régie demande à Gazifère d'intégrer un taux d'effritement dans ses prévisions pour tous les volets du programme.

[385] Dans le cas du programme « *Thermostat programmable* », le sondage de Gazifère montre qu'une forte proportion des clients (84 %) a installé un thermostat programmable. Parmi ces clients, seulement 16,5 % ont profité de l'offre de Gazifère et 22 % n'avaient pas programmé leur thermostat au cours de la dernière saison froide¹⁴¹.

[386] Le distributeur présente les résultats d'un sondage réalisé en 2008 sur les habitudes de programmation. Parmi les répondants, 14,1 % n'avaient pas programmé leur thermostat au cours de la dernière saison ou le maintenaient à une température constante¹⁴², ce qui semble corroborer les résultats du sondage 2010. Les chiffres présentés par le distributeur montrent qu'il reste moins de 2 000 clients qui n'ont pas de thermostat programmable.

¹³⁹ Pièce A-49-2, page 48.

¹⁴⁰ Pièce A-50.

¹⁴¹ Pièce B-35, GI-37, document 1, page 14.

¹⁴² Pièce B-44, GI-41, document 1, page 16.

[387] En audience, Gazifère indique que le programme permet qu'un participant remplace un thermostat programmable par un autre thermostat programmable. Le distributeur justifie cette façon de faire en expliquant que, lorsque son thermostat programmable est en fin de vie utile, un client peut faire le choix de le remplacer par un modèle conventionnel et que le programme l'incite à installer un modèle programmable.

[388] Le distributeur précise en audience que ses prévisions de participation au programme pour 2011 incluent principalement des nouveaux clients et ne sont pas seulement basées sur les 2 000 clients ciblés dans le potentiel résiduel.

[389] Dans la décision D-2008-144¹⁴³, la Régie avait accepté que le volet « *nouvelle construction* » du programme « *Thermostat programmable* » soit abandonné. Ainsi, la Régie comprend que les nouveaux clients que le distributeur inclut dans sa prévision de participation pour 2011 devraient être des clients qui utilisent une autre forme d'énergie et qui choisissent de devenir clients de Gazifère. Il s'agit donc de clients qui convertissent leur système de chauffage au gaz naturel. Puisque Gazifère prévoit 57 conversions en 2011¹⁴⁴, la Régie considère élevée la prévision de 471 participants (brut) pour l'ensemble des volets du programme.

[390] Même si le potentiel résiduel du programme « *Thermostat programmable* » est faible, la Régie juge qu'il est pertinent de le poursuivre. Elle demande toutefois au distributeur de limiter la participation à ce programme aux clients qui remplacent un thermostat conventionnel par un thermostat programmable de façon à ne comptabiliser que des réductions effectives de consommation. Elle lui demande également d'intégrer, dans ses résultats, un taux d'effritement de 15 % et de revoir ses prévisions de participation en tenant compte de la présente décision.

[391] Gazifère évalue que le potentiel résiduel du programme « *Chauffe-eau efficace (location)* » pourrait permettre de le maintenir encore 2,5 années. Le distributeur inclut dans le potentiel résiduel les clients ayant participé au programme et dont l'appareil doit être remplacé parce qu'il arrive en fin de vie utile.

[392] Selon les données de Gazifère, ce programme a réussi à atteindre la quasi-totalité des clients qui louent un chauffe-eau. Au 31 décembre 2008, le distributeur avait installé

¹⁴³ Dossier R-3665-2008, page 38.

¹⁴⁴ Pièce B-35, GI-37, document 1, page 14.

26 788 chauffe-eau efficaces¹⁴⁵. En ajoutant à ce nombre les données de participation au programme pour 2009¹⁴⁶ et pour les six premiers mois de 2010¹⁴⁷, la Régie constate que le nombre de chauffe-eau efficaces installés dépasse le nombre de clients louant un tel appareil.

[393] En audience, le distributeur indique qu'il n'est pas en mesure de dire s'il reste encore des clients louant un chauffe-eau conventionnel. Il précise qu'il est possible que des chauffe-eau installés avant la mise en place du programme ne soient pas des appareils efficaces¹⁴⁸. Compte tenu que Gazifère estime la durée de vie moyenne d'un chauffe-eau à 8 ans¹⁴⁹ et que le programme a été approuvé en 2000, la Régie estime que le nombre de chauffe-eau conventionnels encore en usage doit être faible.

[394] La Régie considère que Gazifère a atteint la totalité du potentiel que ce programme offrait. Le distributeur est parvenu, grâce à ses efforts depuis plus de 10 ans, à remplacer la quasi-totalité des chauffe-eau de son parc de location par des appareils efficaces. Compte tenu que le programme remplace désormais des chauffe-eau efficaces, la Régie considère qu'il n'apporte plus de réductions nettes de consommation réelles. Elle demande donc à Gazifère de ne plus comptabiliser de réductions de consommation pour l'installation de chauffe-eau efficaces dans le cadre de son PGEÉ.

8.7 MODIFICATIONS AUX PROGRAMMES

[395] Gazifère propose l'introduction d'un programme de subvention à l'installation de récupérateurs de chaleur des eaux de douche s'adressant aux coopératives d'habitation et aux organismes à vocation sociocommunautaire.

[396] Les données du cas type du programme proviennent d'un programme similaire du FEÉ de Gaz Métro. Le participant type de ce programme consomme au total 112 000 m³/an¹⁵⁰.

¹⁴⁵ Pièce A-50.

¹⁴⁶ Pièce B-4, GI-21, document 1.1.

¹⁴⁷ Pièce B-43, GI-37, document 2.

¹⁴⁸ Pièce A-49-2, page 47.

¹⁴⁹ Pièce B-35, GI-37, document 1, page 50.

¹⁵⁰ Pièce B-35, GI-37, document 1, page 50.

[397] En réponse à un engagement pris en audience, Gazifère donne la consommation totale moyenne, au cours de l'année 2009, des 21 clients potentiels pour ce nouveau programme. La Régie constate que la consommation moyenne des organismes à vocation sociocommunitaire a été de 12 826 m³ et que celle des coopératives d'habitation a été de 61 435 m³. Un seul des 21 clients a consommé plus de 100 000 m³ au cours de 2009¹⁵¹.

[398] **La Régie accepte la mise en place du programme et demande à Gazifère de revoir le cas type et les prévisions volumétriques en fonction des consommations réelles de la clientèle visée. Elle lui demande également de réviser le calcul du TCTR de ce programme avec le cas type révisé, au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h.**

9. CHARGES LIÉES AU COÛT DU GAZ NATUREL

[399] Conformément à la demande de la Régie¹⁵², Gazifère indique l'impact des volumes de ventes prévus sur son coût du gaz naturel selon le Tarif 200 d'EGD¹⁵³. Pour l'année tarifaire 2011, cet impact se traduit par une diminution de 87 500 \$ des charges liées au coût du gaz naturel.

[400] **La Régie est satisfaite des informations fournies et prend acte de la diminution de 87 500 \$ des charges liées au coût du gaz naturel pour l'année tarifaire 2011.**

10. SUIVI DES DÉCISIONS ANTÉRIEURES

[401] Conformément à la décision de la Régie, Gazifère fait état des écritures comptables requises afin que les soldes des comptes de frais reportés (CFR) de redressement soient ramenés à zéro au 31 décembre 2010¹⁵⁴. La Régie s'en déclare satisfaite.

¹⁵¹ Pièce B-54, GI-41, document 3.

¹⁵² Décision D-2007-03, dossier R-3587-2005 Phase 2.

¹⁵³ Pièce B-43, GI-40, document 1.

¹⁵⁴ Pièce B-35, GI-34, document 1, réponse R.10.

11. AJUSTEMENT FINAL DES TARIFS 2011

[402] **La Régie demande à Gazifère de modifier et de déposer, au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h, l'ensemble des pièces au dossier nécessaires à l'établissement des tarifs finaux de l'année tarifaire 2011, en tenant compte des modifications découlant de la présente décision.**

[403] **Pour l'ensemble de ces motifs,**

La Régie de l'énergie :

ACCUEILLE en partie la demande du 4 mars 2010 et la demande amendée du 30 août 2010 de Gazifère;

MAINTIENT la présente structure de capital de Gazifère, composée de 40 % de capitaux propres et de 60 % de capitaux empruntés;

FIXE le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère à 9,10 % pour l'année tarifaire 2011;

ÉTABLIT le calcul du taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère pour l'année 2012 et les années subséquentes, selon la formule d'ajustement automatique présentée à l'annexe 1;

APPROUVE le plan d'approvisionnement de Gazifère pour l'exercice 2011, sous réserve de sa décision quant au niveau de la prévision de la demande des clients au tarif 9 du distributeur;

MODIFIE les tarifs de Gazifère, à compter du 1^{er} janvier 2011, de façon à ce qu'ils puissent générer les revenus de distribution établis à la suite de l'application de la formule approuvée par la Régie dans le cadre de la Phase 1 du présent dossier;

APPROUVE les paramètres utilisés et le calcul fait par Gazifère pour établir les revenus requis de distribution pour l'année témoin 2011, sous réserve de la mise à jour du taux de

rendement sur l'avoir de l'actionnaire selon la présente décision de la Régie portant sur la Phase 2 et sujets aux modifications à apporter à l'ensemble des éléments découlant de la présente décision;

APPROUVE les charges réglementaires, les charges liées au PGEÉ et les charges liées à la quote-part versée à l'Agence de l'efficacité énergétique, prévues par Gazifère pour l'année témoin 2011, telles que présentées à la pièce B-41, GI-35, document 2.3, et **AUTORISE** Gazifère à inclure ces montants dans l'établissement du revenu requis de l'année témoin 2011 à titre d'exclusion;

APPROUVE les soldes des comptes différés relatifs aux charges réglementaires, aux programmes d'efficacité énergétique et à la quote-part versée à l'Agence de l'efficacité énergétique (compte d'écart 2009), tels que présentés à la pièce B-41, GI-35, document 2.3, et **AUTORISE** Gazifère à inclure les soldes de ces comptes différés dans l'établissement du revenu requis de l'année témoin 2011 à titre d'exclusion;

PREND ACTE des résultats et des dépenses relatives au PGEÉ pour les six premiers mois de 2010, sous réserve des modifications découlant de la présente décision, et **DEMANDE** à Gazifère de déposer les résultats corrigés lors du dépôt des pièces modifiées pour l'établissement des tarifs finaux pour l'année tarifaire 2011, **soit au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h**;

APPROUVE le PGEÉ 2011, sous réserve des modifications découlant de la présente décision et **DEMANDE** à Gazifère de déposer, **au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h**, les budgets monétaire et volumétrique du PGEÉ 2011 intégrant ces modifications;

REJETTE la proposition de Gazifère d'introduire un incitatif à la performance du PGEÉ;

REJETTE la proposition de Gazifère de mettre en place un CASEP;

AUTORISE les projets d'extension et de modification du réseau de Gazifère détaillés à la pièce B-35, GI-34, document 2, à l'exclusion de tout projet dont le coût est égal ou

supérieur au seuil de 450 000 \$ énoncé dans le *Règlement sur les conditions et les cas requérant une autorisation de la Régie de l'énergie*¹⁵⁵ et qui n'a pas déjà reçu une autorisation préalable de la Régie en vertu de l'article 73 de la Loi et dudit règlement;

APPROUVE un taux de gaz naturel perdu de 0,91 % pour l'année témoin 2011;

DEMANDE à Gazifère de modifier et de déposer, **au plus tard le 10 décembre 2010 à 12 h**, l'ensemble des pièces au dossier nécessaires à l'établissement des tarifs finaux de l'année tarifaire 2011, en tenant compte des modifications découlant de la présente décision;

ORDONNE à Gazifère de se conformer à l'ensemble des autres éléments décisionnels contenus dans la présente décision.

Louise Rozon
Régisseur

Richard Carrier
Régisseur

Lise Duquette
Régisseur

¹⁵⁵ (2001) 133 G.O. II, 6165.

Représentants :

- Association coopérative d'économie familiale de l'Outaouais (ACEFO) représentée par M^e Stéphanie Lussier;
- Association des consommateurs industriels de gaz (ACIG) représentée par M^e Guy Sarault et M^e Nicolas Plourde;
- Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (section Québec) (FCEI) représentée par M^e André Turmel et M^e Pierre-Olivier Charlebois;
- Gazifère Inc. (Gazifère) représentée par M^e Louise Tremblay;
- Groupe de recherche appliquée en macroécologie (GRAME) représenté par M^e Geneviève Paquet;
- Stratégies énergétiques et Association québécoise de lutte contre la pollution atmosphérique (S.É./AQLPA) représenté par M^e Dominique Neuman;
- Union des municipalités du Québec (UMQ) représentée par M^e Steve Cadrin et M^e Martine Burelle.

ANNEXE 1

Formule d'ajustement automatique du taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère Inc.

Annexe 1 (2 pages)

L. R. _____

R. C. _____

L. D. _____

ANNEXE 1

**FORMULE D'AJUSTEMENT AUTOMATIQUE DU TAUX DE RENDEMENT
SUR L'AVOIR DE L'ACTIONNAIRE DE GAZIFÈRE INC.
POUR L'ANNÉE 2012 ET LES ANNÉES SUBSÉQUENTES**

Taux de rendement sur
l'avoir de l'actionnaire = $9,10\% + 0,75 * (POCL_t - 4,25\%) + 0,5 * (ECSR_t - 1,5\%)$
pour l'année témoin t

où :

$POCL_t$ = Prévion du taux de rendement des obligations du Canada de long terme pour l'année témoin t.

$ECSR_t$ = Écart de crédit des obligations de long terme des sociétés réglementées canadiennes de cote de crédit A par rapport aux obligations du Canada de long terme pour l'année témoin t.

Le facteur $POCL_t$ est calculé comme suit :

$$POCL_t = \left[\frac{PO_{10}C_{jan,t} + PO_{10}C_{oct,t}}{2} \right] + \left[\frac{\sum_i (O_{30}C_{i,t-1} - O_{10}C_{i,t-1})}{I} \right]$$

où :

$PO_{10}C_{jan,t}$ = Prévion du taux de rendement des obligations 10 ans du gouvernement du Canada à la fin du mois de janvier de l'année témoin t, telle qu'elle apparaît dans la publication du mois d'octobre de l'année tarifaire t-1 du Consensus Forecasts.

$PO_{10}C_{oct,t}$ = Prévion du taux de rendement des obligations 10 ans du gouvernement du Canada à la fin du mois d'octobre de l'année témoin t, telle qu'elle apparaît dans la publication du mois d'octobre de l'année tarifaire t-1 du Consensus Forecasts.

$O_{30}C_{i,t-1}$ = Taux de rendement des obligations 30 ans du gouvernement du Canada à la clôture de chaque journée ouvrable i du mois de septembre de l'année tarifaire t-1 tel que publiés par la Banque du Canada (Cansim Series V39056).

- $O_{10}C_{i,t-1}$ = Taux de rendement des obligations 10 ans du gouvernement du Canada à la clôture de chaque journée ouvrable i du mois de septembre de l'année tarifaire $t-1$ tel que publiés par la Banque du Canada (Cansim Series V39055).
- I = Nombre de journées ouvrables dans le mois de septembre de l'année tarifaire $t-1$ pour lesquelles les taux de rendement des obligations du gouvernement du Canada et les taux de rendement des obligations 30 ans des sociétés réglementées canadiennes de cote de crédit A sont publiés.

Le facteur $ECSR_t$ correspond à la moyenne des écarts de rendement quotidiens entre les obligations 30 ans des sociétés réglementées canadiennes de cote de crédit A et les obligations 30 ans du gouvernement du Canada, constatés chaque journée ouvrable i du mois de septembre de l'année tarifaire $t-1$. Le facteur $ECSR_t$ est calculé comme suit :

$$ECSR_t = \frac{\sum_i (O_{30}SR_{i,t-1} - O_{30}C_{i,t-1})}{I}$$

où :

- $O_{30}SR_{i,t-1}$ = Moyenne quotidienne des taux de rendement des obligations 30 ans des sociétés réglementées canadiennes de cote de crédit A à la clôture de chaque journée ouvrable i du mois de septembre de l'année tarifaire $t-1$, telle qu'elle apparaît à l'indice C29530Y publié par Bloomberg.
- $O_{30}C_{i,t-1}$ = Taux de rendement des obligations 30 ans du gouvernement du Canada à la clôture de chaque journée ouvrable i du mois de septembre de l'année tarifaire $t-1$ tel que publiés par la Banque du Canada (Cansim Series V39056).
- I = Nombre de journées ouvrables dans le mois de septembre de l'année tarifaire $t-1$ pour lesquelles les taux de rendement des obligations du gouvernement du Canada et les taux de rendement des obligations 30 ans des sociétés réglementées canadiennes de cote de crédit A sont publiés.

